资本市场法律法规丛书

中国资本市场各方重要实务专家 | 共同推荐

资本市场
中国经济的锋刃

书斌 著

强大的资本市场必将成为推动中国崛起的重要力量

中国法制出版社 CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

序言

理解资本市场本文原名为《理解资本市场》，完成于2007年，现作少量调整，代为本书序言。

在荷兰的阿姆斯特丹，有一个全欧洲最大的鲜花交易市场。每天上午，欧洲各地生产的鲜花被源源不断地运到这里。下午，通过“荷兰式拍卖”，所有鲜花的价格都被确定；然后，这些鲜花被迅速地分装、打包，运往世界各地。第二天，不论是欧洲的伦敦和巴黎，还是美洲的纽约和温哥华，或者是世界各地的任何一个主要城市，从阿姆斯特丹运来的鲜花，都会在这些都市的清晨不约而同地出现在街头。

是谁将鲜花准确无误地送到了这些城市?

是市场，是“无形的手”将这些鲜花送到需要鲜花的地方。

鲜花如此，资本亦如此。怎样将一个社会的金融资源送到需要这些资源的地方？这需要依靠一个高效的资本市场。

博弈何以伟大?

资本市场一经出现，就必然会逐步走向人类经济社会发展的中心舞台。然而，在资本市场发展的二三百年历史中，对于资本市场的怀疑、争论和诟病从未间断过。

然而，资本市场一直是最为人性的市场。我们在建设这个市场的时候，永远不要忘记这一点。在资本市场上围绕资本发生的博弈，往往源于人性中贪婪和自私的一面，也往往表现出各种非理性和狂热。但是，资本市场正是将这些人性中本来存在的东西有效地组织了起来，并转化成为推动人类社会前进的动力。

这是资本博弈何以伟大的真正原因。

迄今为止，资本市场被证明是人类经济社会资源配置最为有效的一种制度安排，也是市场经济的高级形式。

资本市场的博弈

亚当·斯密在1776年的《国富论》中提出了自由经济这一概念，而资本市场则是自由经济概念的延伸。与物理的市场不同，资本市场将人类经济活动中的一切要素都变成了证券。一个公司的价值可以由上市后的股票价格来显现，信用可以由债券来度量，权利、义务、责任甚至人力资源都可以由金融衍生品（如期权等）来表征。更为重要的是，这些要素在资本市场这一电子平台上进行交换。借此，经济社会得以在更广阔的平台上寻求社会资源的高效配置。近几十年来，资本市场更是跨越了国界，扩展到全球。

可以说，资本市场是人类经济史上重要的里程碑之一。然而，资本市场的发展过程，也是一个人类本性驱动下的资本博弈过程。在《伟大的博弈》一书中描述了华尔街历史上最富有的女人海蒂·格林的故事。她是一个典型的葛朗台式的吝啬鬼，曾疯狂地花几个小时去找一张几分钱的邮票，然而在这段时间里，她的财富所产生的利息足够当时的两个美国中产阶级家庭生活一年。为了财富，她会牺牲所有的亲情和友谊。无疑，在她身上有许多人性中丑陋的东西，但是这并不妨碍她成为资本市场中出色的投资者。她说:“在决定任何投资前,我会努力去寻找有关这项投资的任何一点信息。赚钱其实没有多大的窍门，你要做的就是低买高卖。你要节俭，要精明，还要持之以恒。”实际上这就是在对上市公司进行研究、筛选和判断。在她的买卖之中，已经将资金向优质公司转移。当股市中成千上万的人这样做的时候，社会的金融资源便得到了更高效率的配置，从而推动经济不断向前发展。

海蒂·格林尽管自私，但还算得上资本市场一个遵纪守法的投资者。资本市场中还有很多钻游戏规则的漏洞、与市场规则或监管者博弈的规则“套利”者，而且在历史上从未断绝过。因为在任何博弈中，

最容易取胜的方法，莫过于钻游戏规则的漏洞或破坏游戏规则。实际上，正是有了这些规则“套利”者的存在，才使得规则制订者和监管者得以发现市场规则中的漏洞和不足，并不断去修订并加强监管。

正是如此，美国的金融史成为一部制度不断被破坏，又不断得到修补的历史，也是一部围绕资本市场进行博弈的历史。首先，在华尔街的发展史中出现过形形色色的人物，很多都是普普通通的人，人类本性的很多东西，包括自私和贪婪，他们都会有。他们到资本市场中博弈，都是为逐利而来。于是，在人类本性驱动的过程中，不仅资本的配置效率在客观上被优化了，美国的经济也向前发展了,这是资本市场的辩证法。在这个意义上，资本市场的历史首先是一部资本博弈的历史。

其次，资本市场的历史还折射并影响着世界金融中心的博弈和大国的博弈。第一次世界大战前后，纽约股票交易所的规模一举超越了伦敦股票交易所，在前后不到几年的时间里，纽约取代伦敦成为了新的世界金融中心，美国的人均GDP也超过英国，并取代英国成为世界第一强国，这也说明了资本市场在大国的国家战略中占据重要地位。

作为虚拟经济的代表，华尔街的发展依托于美国的实体经济，而美国的实体经济同样也不可能离开华尔街，两者的良性互动创造出了经济史上虚拟经济与实体经济协同发展的成功典范，这使得美国在不到200年的时间里，迅速超越了包括“日不落帝国”英国在内的欧洲列强，成为世界上最强大的经济体。

在地理上，华尔街只不过是纽约商业区一条长不过几百米的小街，但在广义上，它是美国的资本市场乃至金融服务业的代名词。真正意义上的华尔街，不仅包括纽约最繁华的金融区里大大小小的投资银行和金融机构，也包括遍布美国和世界各地的华尔街投资银行的分支机构。在这个行业工作的人，不仅包括每天在纽约这条街上忙忙碌碌的几十万人，也包括远在佛罗里达的基金经理、加州“硅谷”的风险投资家，或美国投资银行在伦敦或香港证券市场的交易员等。在世界

经济一体化的今天，华尔街已经跨越了国界，扩展到全球的各个角落。

根据美联储的数据，美国资本市场的规模已远远超过美国的国内生产总值。2006年，美国股市的市值达到近20万亿美元，占美国GDP的150%；美国国债市值接近27万亿美元，占到美国GDP的207%。也就是说，美国经济之所以能够保持长期可持续发展，是源于一个强大的虚拟经济的推动。

在美国经济发展的早期，几乎每一次经济热潮或技术进步，都是依托资本市场发展起来的。从19世纪早期大规模修建运河和铁路从而带动经济高速增长，到后来钢铁和化工等行业的兴起推动了美国重工业化进程，美国经济起飞过程中的每一个阶段，都与华尔街密切相关。特别是19世纪后半叶，依托于华尔街的美国钢铁工业迅速崛起，在短短的几十年里，便一举超过了欧洲各国钢铁产量的总和。而华尔街，也正是在为美国重工业化融资的过程中迅速扩大了自身的规模和影响。也同样是在这个历史阶段，美国开始在世界舞台上崛起。

在20世纪初期，阿根廷曾有过与美国类似的发展机遇。1913年，阿根廷的人均GDP将近4 000美元，而美国也不过是5 000美元左右，而且在当时还是一个乱象丛生的国家，很多欧洲人在选择到美洲定居和投资时，会选择南美洲的阿根廷，而不是北美洲的美国。然而在不到100年之后，阿根廷的人均GDP增长到36 000美元，而美国的人均GDP达到346 000美元。于是有经济学家提出这样的问题：为什么阿根廷的经济没有起飞?

造成这种差别有众多的政治、文化和经济的原因，但是，金融体系的效率和资本市场的发达程度无疑是其中最为重要的环节之一。没有经济学家或历史学家会否认，美国经济在华尔街的推动下获得了持续的发展动力，最终成就了经济的起飞；而阿根廷未能建立一个有效、健康的本土资本市场来推动其经济长期发展，这正是它在大国博弈的长途竞争中最终落败的一个主要原因。

整个近代历史的发展也进一步说明了这一点。第二次世界大战之后，美国、日本和欧洲等都经历了战后经济的高速增长，这是由于长期被压抑的民用需求得到恢复，从而拉动了经济增长。但是，在经历了一段粗犷式发展之后，进入20世纪70年代，美国、日本和欧洲都不约而同地出现了停滞不前的情况，世界经济发展模式因此也孕育了一场深刻的变革。随后的30年中，全球兴起了以个人电脑、电信、互联网和商务医药为龙头的四大高科技产业，但经济学家们惊讶地发现，几乎所有这些产业的龙头公司都是从一个不到美国国土万分之五面积的叫做“硅谷”的地方诞生并成长起来的。事实表明，并不是美国的科学家比其他国家的科学家优秀，而是美国拥有高效的资本市场以及与之相关的风险投资产业，拥有将科技转化为产业和不断推动创新的强大机制。资本和科技高度有效结合，让美国实现了从传统经济向新型经济的转变，并使其在全球范围内一路保持领先。

与美国形成鲜明对照的是，欧洲，从20世纪70年代以来至今未能走出困境。2007年，欧盟发布了《欧盟竞争力研究报告》，认为欧盟在科技研发和创新能力落后美国28年。而英国撒切尔夫人在针对这一现象曾评论过，欧洲在创新经济方面落后于美国，并不是由于欧洲技术水平低下，而是由于欧洲在风险投资方面远远落后于美国。近年来，欧洲各国普遍加快了风险投资和资本市场发展的步伐。

20世纪30年代，通用汽车总裁威尔逊主张工人用养老金来购买股票，当时美国的右翼人士责问他：这样工人不就会成为资本家了吗？威尔逊回答说：这正是我想做的。1929年，美国拥有股票的人只占2%；而今天，已经有超过50%的普通美国人拥有股票，成为了美国经济的股东。在过去100年里，在很多发达国家发生的最深刻的社会变化是：更多的人成为了“资本家”。

马克思曾深刻地指出，资本主义的根本矛盾是社会化大生产和极少数人占有生产资料的矛盾。进入20世纪后，大部分发达资本主义国家都试图用两条途径调节其内部矛盾：一是建立社会保障制度，即通

过向富人征收高额赋税，通过对社会分配的再调节来缓解贫富分化；二是促进资本市场的发展，使得工人也持有公司的股票。而资本市场的出现，也的确大大缓解了劳资双方的矛盾。

跨越百年之路

近几个世纪的世界发展史中，有一个发人深省的“资本洼地”现象。

17世纪，全球资本涌入荷兰，弹丸之地的荷兰随后崛起，成为欧洲海上霸主；18世纪，全球资本涌入英国，英国一跃成为日不落帝国；19世纪，全球资本流入美国，美国成为世界第一强国。今天，在对于国际资本的竞争中，中国远远领先于印度等新兴国家，正在迅速成为新的资本洼地，具备了崛起的条件。

但是，仅有资本是不够的，还需要一个有效的资本市场。全球资本涌入荷兰，虽然成就了荷兰的海上霸权的地位，但由于缺乏有效的资本市场，终究昙花一现，以“郁金香泡沫”草草收场；全球资本涌入英国，虽然成就了英国200年的帝国梦想，终因“一战”前后伦敦资本市场被纽约超越而让位于美国；而美国依托一个强大的资本市场，近百年来推动经济滚滚不停地向前发展，迄今还能保持世界第一强国的地位。

今天的中国，也迫切需要建设一个强大的资本市场，以消化充裕的国内资本和不断涌入的国际资本，并将其转化为强大的实体经济，实现真正的大国崛起。

过去的近30年中，中国的经济发展成为全球最为亮丽的一道风景线。

改革开放以来，中国经济持续稳定发展，GDP年增长率保持在9%左右的高速，中国也成功地由一个农业为主的国家转型成为“世界工场”。西方经济学家惊叹：“在近20年的时间里，中国10多亿人口的收

入提高了4倍。在人类历史上，还从来没有过如此多的人在物质生活方面经历如此快速的改善。”进入新世纪的中国，已经成为世界重要的一极。

以崭新姿态出现在世界舞台上的中国，既面临着崛起的历史性机遇，又面临着巨大的挑战，同时也将不可避免地参与到全球的大国博弈中去。

从20世纪90年代末期开始，“中国威胁论”就已经开始不绝于耳，而近年来出现的国际贸易摩擦，围绕人民币升值而展开的争论等，无不体现了现实国际利益的重新分配。历史已经将我们带到了一个十字路口。对中国而言，大国博弈是摆在我们面前的一个客观现实，不容我们回避。采取正确的策略赢得这场博弈，是中国从一个大国走向强国的必经之路。

同时，经过了近30年的高速发展，依靠初级消费拉动的中国经济也开始面临着内需不足、产业落后、经济附加值低等挑战和困境。

伴随着中国经济的发展，巨大的融资需求将有很大一部分依靠资本市场来满足；中国经济迫切需要调整产业结构、转变增长方式、发展高附加值产业，并构建创新型经济体系，资本市场的市场化资源配置功能将在这一过程中起到核心作用；长期以来，中国的金融体系高度依赖以银行为主的间接金融体系，迫切需要提高直接融资比重，完善金融体系，防范金融风险，而这种转变必须通过做大、做强中国资本市场来实现；在全面建设和谐社会的过程中，建立和完善多层次养老体系、改革医疗保险体系和建设新农村等重要领域，也要求资本市场提供全面有效的金融支持和金融服务；随着金融市场全球化、一体化的趋势不断增强，各国资本市场和金融中心的竞争日益加剧，资本市场的发展和监管模式也日新月异，资本市场的竞争力和发达程度已经成为一个国家竞争力的重要组成部分。

参与全球资本博弈

经过20年的资本市场建设，中国在很多方面走过了一些发达市场几十年，甚至是上百年的道路。尽管中国的资本市场还存在一些差强人意的地方，但在政府和市场的共同推动下，中国在法律制度、交易规则、监管体系等各个方面，都建立起了一个基本上与国际标准相符合的资本市场。

可以说，改革开放以来，中国经济逐渐从计划体制向市场体制转型，资本市场的出现和发展是其中最为重要的成就之一。同时，中国资本市场在自身建设和发展过程中，也致力于推动有利于资本市场发展的环境建设，并引领了中国社会经济中的许多变革。例如，资本市场推动了包括独立董事制度、法人治理结构、会计准则标准化等现代企业管理制度在中国的确立。也就是说，中国资本市场的发展，从开始的第一天起，就站在中国市场经济改革和发展的最前沿。而从资本市场发展过程中探索到的经验和规律，同样也能对中国经济改革的其他方面提供有益的借鉴。

经过了近20年的发展，中国资本市场成为全世界第四大市场，全球最大的新兴市场，也是全球最活跃的市场之一。2008年年初，《华尔街日报》评论说："中国政府于1990年建立了股票市场……现在，中国突然之间拥有了一个与其世界第三大经济体相匹配的资本市场，对于仅仅3年前还被认为是无可救药的中国金融体系而言，这是一个令人惊奇的命运大逆转"。西方国家普遍认为，中国资本市场的迅猛发展，标志着中国崛起成为了一个"金融大国"。而面对和管理一个庞大的、世界级的资本市场，是中国从一个简单经济体走向一个复杂和现代化的经济体的必由之路，也是最重要的转折点。

尽管中国资本市场取得了巨大的进步，但是，还远远不是一个"金融强国"，就像任何市场一样，市场的效率和规模是同样重要的。中国资本市场在效率和各种机制上，还有很多方面差强人意。

在很多发达国家，资本市场的发展历史是一部曲折而漫长的历史。以到目前为止最为发达的美国市场为例，在市场发展的前几十

年，上市公司可以公然不披露财务数据，或者披露虚假信息。1865年，当时美国的“蓝筹股”铁路在发行债券时公布了一份财务报告，第二天，华尔街的报纸评论，如果那份报告是真实可信的话，那么冰天雪地的“阿拉斯加将是热带气候，那里遍地都生长着草莓”；在市场经历了134年完全自我演进的发展状态后，美国股市迎来了1929年的股市大崩溃，有关资料记载，在市场开始交易的1个小时里，有十几位经纪人跳楼自杀，美国认识到市场的公平公正需要政府“有形的手”进行监管，于是有了美国证券交易委员会的出现。中国资本市场起步较晚，但是可以站在历史的肩膀上，借鉴发达国家的经验和教训，充分发挥后发优势，但是，我们必须清醒地认识到，任何市场走向成熟不是一朝一夕的事情，把中国资本市场建设成为一个真正强大的世界一流的资本市场还有漫长的道路要走。

此次全球性危机，是一场发端于金融市场，同时对金融市场产生最大冲击的危机。发达市场发生的金融风暴，为我们提供了一次深入观察和思考现代金融体系发展方式的难得机遇，给正处于快速发展阶段的我国资本市场提供了难能可贵的借鉴机会，也是一次理念上的认识和再认识的机会。

过去几十年中，全球经济一体化的程度、金融产业的超常规扩张、现代金融体系的复杂性和脆弱性、伴随着资本和信息快速流动而来的各国金融市场的高度联动、金融监管体系的内在缺陷和系统性风险的扩散速度等等，都已经在不同程度上超出了人们原来的估计和想象。尽管危机改变了金融发展和监管的既有格局，但市场仍然是资源配置的主体。尽管虚拟经济的发展过程中不断有“剑走偏锋”的情况出现，但我们不能由此否定虚拟经济对实体经济发展的重要推动作用。历史反复证明，资本市场在推动各国经济发展过程中起到举足轻重的作用，依然是当今全球竞争的战略制高点。过去的一个世纪中，国际企业依托于资本市场快速成长和扩张呈加速发展趋势，通用电气从诞生到成长为1 000亿美元市值的企业花费了100年的时间，同样的跨越，微软只花了25年，而谷歌只花了7年。

与此同时，各国资本市场发展的竞争更加激烈。资本市场的运行也越来越呈现出国际化的特征，各种跨境金融活动愈加活跃，形式更为复杂多样。近年来在发达市场和部分新兴市场上，交易所的并购风潮方兴未艾，全球金融中心加快竞争上市资源和金融人才，近期印度参与泛非交易所的组建等等。在全球竞争背景趋势下，我国资本市场面临着严峻挑战，参与全球资本博弈成为必然。

在未来全球各个经济体与资本市场的竞争力中，金融人才的竞争力是其中的核心环节，在某种意义上，纽约的华尔街之所以成为华尔街，伦敦的金融城之所以成为金融城，都是因为它们拥有几十万优秀的金融专业人士，中国资本市场的未来需要大量理论和实践兼修、既懂得中国国情又能与国际市场接轨的专业人士。因此，为中国资本市场的发展培养和输送人才，成为了百年大计。

从2001年起，我们开始在这方面做了一些尝试，分别在清华大学、北京大学（应张维迎先生的邀请）、中国人民银行研究生部（应刘鸿儒先生的邀请）等院校陆续开设资本市场实务系列讲座，邀请业内代表性人物介绍资本市场相关业务。这些讲座带给学生的不只有理论推导和定价模型，更多的是一些实践的操作和经验，受到了同学们非常热烈的欢迎。现将其中的一部分内容及在其他场合所做的一些讲座一并集结成册，希望能为没有机会参与讲座的其他学生和业内人士提供参考和借鉴。在本书的最后，还收录了中国人民银行研究生部2008级学生部分优秀课程结业论文。在讲座的组织和文稿的整理过程中，得到了我在中国证监会的同事刘彬和张达同志的大力支持，中国人民银行研究生部的谢立、杨红强、刘晨茹、郑楠迪、张潇、隋江波、支昕宇、温阳等同学也提供了帮助，在此对他们一并表示感谢。

新世纪的第十个年头在国际金融危机余波的震荡中结束，中国经济的改革开放也走过了30年的历程，创造了举世震惊的“中国奇迹”。为确保中国赶上发达国家的水平，中国经济需要继续增长30～50年“我们的目标是，到本世纪末人均达到八百美元……更重要的是，在这样一个基础上，再发展三十年到五十年，我们就可以接近发达国家的水

平。”——《邓小平文选》第三卷（1984年），转型和升级成为了再续“中国奇迹”的必由之路。与此同时，此次金融危机之后，很多传统产业加快了退出历史舞台的步伐，客观上为各国经济竞争下一轮产业制高点提供了相对平等的起跑线，也为中国经济结构的涅磐提供了前所未有的机遇。所有这些都离不开一个强大的资本市场的支持。因此，我们需要把握机遇，不断推进中国资本市场的改革与发展，完善市场经济体系，强化资源配置效率，为中国经济的可持续成长和现代化步伐提供不竭的动力，而中国资本市场也必将在伴随中国经济崛起和参与全球竞争的过程中成长为世界第一流的资本市场。

祁斌

2010年6月

谁制造了美国经济的冰山

由美国次级贷引发的金融海啸席卷华尔街进而波及全球，危机背后隐藏的冰山到底是什么？300多年的历史里，华尔街又遭遇过怎样的危机与变革？中国证监会研究中心主任祁斌2008年11月17日做客中央电视台《对话》栏目，对上述疑问进行了解读。

祁斌：感谢央视的《对话》邀请，使我有机会跟大家一起来探讨华尔街发生的危机和它的历史。

华尔街是一个金融帝国

我想我们探讨的题目是以美国经济发展为背景去探讨。华尔街是大家耳熟能详的一个名词，究竟什么是华尔街呢？在物理上或者地理上，它是一条非常小的街，它在纽约曼哈顿岛的南部，只有500米长，在这条街上，集中了很多国际金融机构的总部，像高盛、美林等。但是实际上，从广义来说，它是美国资本市场的代名词。

按照美联储2006年年底的数据，华尔街的股市规模总体是20万亿美元，相当于美国GDP的150%。华尔街债市的规模是27万亿美元，相当于美国GDP的200%。也就是说，美国的债市和股市加在一起相当于美国GDP的350%，在很大的意义上,华尔街是一个金融帝国。

很多人讲世界有六大强国，除了我们最熟悉的五大强国以外，第六强国就是华尔街。也就是说，西方普遍认为，华尔街可以独立于美国，成为一个自成一体的强国，叫做富可敌国。

2008年以来这个帝国发生了很大的问题，在半年之内的时间里，美国华尔街的五大投行，或者收购或者被人收购或者，转型或者破产。也就是说，五大投行全部都消失殆尽，其中的4家是发生在3天之内，这是在华尔街历史上前所未有的。

2008年10月，金融危机向全球扩散，传到欧洲，欧洲很多银行应声倒下。德国、法国、英国等国家不得不出面救助，冰岛甚至面临国家破产的危险，俄罗斯的股市几乎全线崩溃。随即金融风暴向亚洲传播，随后，韩国和巴基斯坦也都面临着重大的金融危机。

至此为止，一场由美国次贷危机引起的金融风暴已经席卷全球，几乎所有的主要国家都未能幸免。

我最近刚刚去过一趟华尔街，参加一个金融方面的研讨会，我看到纽约的街上似乎有一种风暴刚刚过去的平静，或许是因为大选转移了大家的注意力。但是你如果跟每一个华尔街人去交谈的话，就会发现他们非常担心自己的命运，每个人都惴惴不安。所以这个风暴的冲击是非常实实在在的。

金融危机背后隐藏的三座冰山

提问：由美国次贷引发的金融海啸席卷华尔街，危机背后隐藏的究竟是什么？

祁斌：观察美国这次金融风暴或者金融危机，我们看到最直接的诱因是次贷。但是事实上，我们可以把次贷危机比作海面上的浮冰，美国华尔街的金融泰坦尼克号往前开，它看到了浮冰，它想往后撤退的时候发现已经来不及了。因为水下还有三座冰山，第一座冰山就是美国的投资银行，在过去的十几年中它的经营模式发生了非常激进的转型。

在过去的十几年中，迫于竞争压力及对利益的追逐，投资银行把业务向前延伸了，高盛、摩根士丹利、美林、贝尔斯登这些投资银行都纷纷开始转型。也就是说，在过去的十几年中，美国前五大投资行业已经都悄悄地把自己变成了对冲基金。

我们知道，在1998年的时候，华尔街发生了一个很大的事件，就是美国长期资本的倒塌，长期资本就是一个对冲基金，当时一个对冲基金的倒塌，就使得美国金融市场发生了很大的危机。那么我们今天可想而知，如果这五大投资银行悄悄地变成了对冲基金，这样五个对冲基金突然出现问题，它对美国华尔街的震动将有多大，这是可以想象的。

在这个过程中，美国这些投资银行把自己的风险高度地放大了。比如说雷曼在倒闭前，它的杠杆率达到了30倍，其他投资银行也比较相似。这么一个高风险的运营模式，给它带来了丰厚的回报，像高盛在过去的10年中净资本的回报率（ROE）达到了22.1%，摩根士丹利达到了19.5%。我们都知道，一般的金融机构，净资本回报率都在10%左右。所以它们也为此付出了沉重的代价。

当时社会上都在评论，说应该对对冲基金进行监管。但是10年下来，尽管这么多人在呼吁，但是对冲基金仍然没有得到有力地监管。这么多的投资银行变相地成为对冲基金，然后出了这么大的问题，希望未来能够有所修正。

第二座冰山,就是美国金融市场过度自由的监管和发展方式。全世界有关金融市场发展的模式或者创新的模式，一般来说比较典型的有两种。我记得摩根士丹利前亚洲区主席跟我有一次聊到这件事情的时候，他说，这两种模式：一种是东京模式，一种是纽约模式。他说东京模式和纽约模式虽然结果差异很大，但是它们实际的差别非常小，它们的差别仅仅就在于对证券的定义。在东京市场，一个证券被定义成股票或者债券，如果不是股票，不是债券，那么日本通产省就要审批，这个审批过程可能会2～3年，也可能3～5年。所以在日本市场创新是非常慢的，而且日本市场被全世界公认为是比较没有活力的市场。

另外一个比较典型的模式就是纽约模式。这就是说阳光下的任何东西，只要你上午想到了，下午一包装就把它卖出去，就是证券。

那么由此可见，美国市场有成千上万的金融产品，不光是有股票、债券，还有几千几万种不同的衍生品。因此带来了金融市场巨大的繁荣，但是同时也孕育了巨大的风险。

事实上，最近很多人评论，这次华尔街危机是从20世纪70年代以来，里根、撒切尔奉行的自由主义走到了终结。其实我们回顾美国经济发展的历史，它一直是一个比较自由的经济发展模式。比如在美国建国的初期的1787年，美国的立宪大会就规定美国的州和州之间不允许有贸易壁垒。在同一年，在法国的里昂到马赛之间，运一车货物，需要交50次税赋。由此可以看到，200多年以前，美国的经济相对于欧洲的经济体来说就是更加自由的经济体。

提问：相对于欧洲来说，美国是更加自由的经济体。那么，这将给美国经济带来什么不一样的影响呢?

祁斌：带来的后果就是美国的经济周期经常比欧洲来得更加剧烈。也就是说，当灾难来临的时候，它更加深重，当繁荣来临的时候，它也更加迅猛。这渗透到美国资本市场的发展模式中，也非常相似。比如说从1792年《梧桐树协议》，到1934年美国证券交易委员会成立，中间经过了140年左右的时间，这段时间没有政府监管。直到1929年大的危机之后，政府才介入市场，才找到了政府与市场的平衡点。

第三座冰山，就是美国信用体系的失灵和过于廉价的信用。

首先我们看到，在过去的一段时间里媒体都在评论，对美国的评级公司的模式进行了非常激烈地批评。评级公司的的确确在这次金融危机中扮演了非常不光彩的角色，这可能跟它的商业模式有很大的关系，因为它是一种给客户去评价，但同时又从他们身上收取费用，这个模式应该说很难完全实现公正的评级。因此在这个过程中，它肯定严重地误导了很多投资者。

另外，美国的信用在过去的十几年中是越来越泛滥、越来越廉价。记得我的一篇文章发表之后，有一位20世纪80年代出国留学的教授给我寄了一个邮件，说他们80年代到达美国的时候，申请一张信用卡一般要花四五年的时间。美国的信用体系其实是越来越放松。

事实上，最近几年大家如果再到美国旅游或者访问的话，会发现机场上经常有信用卡公司在那儿等着送给你信用卡。也就是说，很多信用卡都是叫Pre-approved，已经预先审批好了。你可以想象，这是非常危险的。一个匆匆的过客，他只是提供一个美国的地址，就可以拿到一张信用卡，所以我们可以看到整个信用体系，在过去的十几年当中，越来越放松，直至泛滥。美国这次危机看似偶然，但其实有一定的必然性，冰冻三尺，非一日之寒。多方面的因素，包括投资银行运营模式的缺陷、金融市场发展模式的缺陷、信用体系的缺陷，实际上

都是在慢慢地积累，已经有十几年的时间。那么当它们显现出来的时候，可能就使得美国金融泰坦尼克号搁浅了。

提问：在美国300多年的历史里，华尔街也曾遭遇过类似的危机，危机后又进行了怎样的变革?

祁斌：我们回顾历史，要认识到金融市场的历史，也是一部金融危机的历史。美国这次金融危机既不是第一次大规模的危机，也不会是最后一次。那么我们都知道，美国历史上发生过很多次金融危机，最著名的一次就是1929年的股市危机和随之而来的经济大萧条。

金融市场的历史就是金融危机的历史

实际上从20世纪90年代以来，即使被大家称为“黄金十年”的过去10年中，美国也是出现了将近10次危机。我们简单地把它列举一下：

1994年发生墨西哥比索危机，1997年发生的亚洲金融危机。1998年俄罗斯债券违约危机，以及后来美国长期资本的倒塌带来的危机。接着是2000年的互联网泡沫的危机，然后是2001年“9·11”事件，2002年美国安然和世通事件带来的金融危机，然后是2007年次贷危机，最后是今天我们看到的金融风暴。这么数下来，也将近有10次危机。

华尔街不断地出现危机，发生了危机以后，怎么办呢?

人类是可以从自己的灾难或者失误中吸取教训，然后进行制度的修正，继续往前走。资本市场也是如此。

金融危机不断地发生，不断带来制度的变革，带来监管的加强，市场因此而进步。因此我们说，华尔街的历史既是一部不断发生危机的历史，又是一部不断进行制度变迁和不断演进的历史。

华尔街不断进行制度变迁和演进

提问：您提到华尔街是仅次于五大强国的第六大强国，那么华尔街是怎样逐渐强大，从而成为美国资本市场的代表?

祁斌：首先，我们看一下华尔街的起源，华尔街位于纽约曼哈顿岛的南部，它的名字直译叫做墙街。实际上当时是早期进入纽约的荷兰裔移民，为了抵抗在新英格兰地区的英国居民而修建的一堵墙。后来演变成一条街，这里后来发展成为金融中心，其实还是有一定的必然性，有一定的物质和精神或者文化基础。

所谓的物质基础就是，纽约港是一个非常好的深水港，可能是西半球最好的港口之一，因此就会有很多商船靠岸，带来了华尔街附近码头的商业繁荣。精神或者文化基础，是因为早期到达纽约的移民是荷兰裔、荷兰人是在欧洲大陆最早发现并且完善了资本主义制度的人群，他们是一群最热爱商业、最热爱投机的人。这么一群人来到了纽约，把对商业和投机的热爱也带到了纽约，所以很快在曼哈顿岛的南端就出现了很多的生意人，他们做很多买卖，有的人从事棉花的交易，有的人从事保险的交易，那么他在从事棉花或者保险的交易的时候说，我还有股票卖给你，我还有债券卖给你，他们后来就变成了证券的经纪人。所以那个时候的经纪人是一个非常宽泛的概念，最后他们逐步演变成了后来的股票经纪人的概念。

1776年，美国建国，华盛顿就任总统，当时的新任财政部长是汉密尔顿。美国在独立战争时期向欧洲很多国家借了很多债，汉密尔顿制订了一个偿债计划，他想利用新的国家良好的信誉发行新债券，来偿还原来的债券，他的偿贷计划带来了纽约金融市场的高度的繁荣。但是这个时候市场是高度混乱，经纪人们互相杀价，没有任何的规则。

1790~1792年，纽约华尔街附近金融市场开始逐步繁荣，这时候发生了一起金融恐慌。这次金融恐慌主角的名字叫杜尔，他是当时美

国财政部的部长助理。杜尔在担任公职的时候就利用内部信息进行一些投机活动，后来他辞职，正式开始投机股票市场。他当时到处借钱试图去控制一只银行股的流通股，然后操纵股价。杜尔的对手们，悄悄地启动了一轮信用紧缩，他们收缩了借贷市场的银根。杜尔最后债台高筑，他甚至挪用了财政部的23□8万美元。当财政部发现这个窟窿的时候，杜尔就彻底垮台了，后来财政部对杜尔发起了诉讼，最后杜尔锒铛入狱。杜尔投机的崩溃，带来了纽约市场第一次金融恐慌。当时财政部部长汉密尔顿为了应对这个恐慌，下令财政部购买了几十万美元的国债，这样才帮助市场恢复了流动性。也是为了应对这么一个危机，纽约这些经纪人坐到了一起，然后签署了一个非常著名的《梧桐树协议》。

1792年，为了防止场外交易的发生，一群股票经纪人在华尔街的一棵梧桐树下签订了著名的《梧桐树协议》，它规定了交易费率的标准和交易中的权利义务，并建立了纽约证券交易委员会，由危机引发的这次制度变迁，并看做是华尔街历史的真正起点。

《梧桐树协议》本质上讲了什么事情？它是说每一个经纪人在出售一只债券或者一只股票的时候，收取的手续费不能低于这个证券的千分之二点五。实际上今天看来，它是一个价格同盟，但当时是为了维持市场的秩序，并且挽救当时的危机，因为当时已经有很多州，包括纽约州开始下令禁止股票和债券的交易了。经纪人这么做，也是为了躲避政府的监管，成立了这个价格同盟。《梧桐树协议》后来慢慢地演变成为纽约交易所的前身，就使得纽交所成为一个排外的自律性组织，这种形式持续了长达了175年，直到20世纪60年代，这个形式才发生改变。

所以我们可以看到，《梧桐树协议》是美国华尔街起步的标志，非常有趣的是，华尔街的起步竟然是从一次金融危机开始的，而且是以对这次危机的应对和制度的变迁作为它的起点。

提问：在19世纪的将近100年中，华尔街市场是处在一个混乱无度的时期，史学家们把它称为华尔街的“童年期”，在这段时期有哪些特点呢?

祁斌：首先法律是严重缺失，比如说在华尔街将近100年的时间里，没有任何法律要求上市公司披露信息，他们都可以自愿地选择不披露信息，或者披露一些假信息。同时，华尔街没有政府的监管，因为美国联邦政府并没意识到，政府应该在市场的监管中有所作为，而且当时大部分官员都陷在腐败的泥潭当中，也不可能对市场进行有效地监管。结果就是投机盛行，股市成为庄家的天下，做庄和内幕交易司空见惯。

我讲一个信息披露方面的例子。19世纪中期，当时信息披露是非常不完整的，有一个非常著名的股票，叫做伊利铁路。因为当时美国西部大开发，铁路股是大家追捧的对象。纽约州政府对伊利铁路的建造投了一部分资金，所以它不得不向纽约州政府上报它的财务报表。有一次它在上报了财务报表之后，华尔街的报纸就嘲笑它，说昨天伊利铁路上报了它的财务报表，如果财务报表中有一句话是真话，那么阿拉斯加将是热带气候，那里遍地都生长着草莓。而我们知道阿拉斯加是冰天雪地的地方，所以说明它这个财务报表完全是一派谎言。

1868年，股市上无序的混战使华尔街爆发了一场重大的金融危机，当时是围绕伊利铁路控制权的争霸战，股市当时成为庄家争夺的一个场所。当时争霸战分为两派：一派是以范德比尔特为主，另外一派是以德鲁为主。范德比尔特试图来控制纽约伊利铁路，它是当时非常重要的一条铁路主干道，它控制着美国从中西部向纽约港的物流。范德比尔特试图来掌握伊利铁路的控制权，他花了重金，在市场上收购伊利铁路的流通股。但是他的对手德鲁集团，违背各种规则，自己悄悄地印刷股票，甚至印刷了几万张新的股票，然后抛到市场上去，这样就大大稀释了市场的股票，使得范德比尔特的努力完全是徒劳。范德比尔特为了维护自己的利益，就去找了司法机构，找了一位法

官。那个法官实际上是他长期豢养的，法官下令德鲁集团印刷很多股票都是非法的。与此同时，德鲁集团也去找了一位他们长期豢养的法官，把范德比尔特法官的判决又否定掉了。在这个过程中，股市投机者的搏斗几乎变成了立法官员竞相订立和随意篡改股市规则的一个游戏，股战的结果也取决于这些官员侵害公权的无耻程度和技巧高下。所以当时是非常混乱的局面。

在19世纪中叶，有一位评论家曾经说过，最高法院是美国最大的阴沟。律师和法官都是一群老鼠，他说，我这个评价对老鼠有点不公平——因为老鼠相对他们来说，都是非常干净的动物，至少老鼠是自食其力的。

提问：1868年，股市上的无序混战最终导致了市场上的巨大崩溃。您提到每次危机的发生都伴随着变革的出现。那么，此次危机之后又将带来哪些变革呢?

祁斌：这么混乱的股战，最后带来了市场巨大的崩溃，使得当时的市场上很多自律组织，包括交易所认识到，必须对上市公司新股的公开发行等进行约束。后来就制定了一些规则，包括新股的发行，必须有2/3的股东同意等。这些构成了几十年之后《证券法》中一些要义，包括披露和反欺诈等。

市场反复地出现各种各样的崩溃，受损害最大的人是谁呢?是市场的经纪人，因为他们需要依靠市场长期的繁荣才能够生存。最后他们发现，因为上市公司没有严格地披露信息，所以市场是不可持续发展的。19世纪末期，当时有一场经纪人的革命，就是华尔街的经纪人联合起来，要求上市公司必须披露信息，而且必须披露真实信息。那么，怎么才能够保证信息的真实？必须有独立的第三方对它进行审计，这就客观上催生了CPA，就是美国注册会计师的出现。实际上，

现代会计师的出现，或现代会计行业的出现，是得益于华尔街的发展。

我们可以看到华尔街第一次重大的变革是来自于市场不停地出现危机，最大的危机是当时伊利铁路投机案，带来了市场崩溃，最后使得市场觉醒，经纪人们统一起来要求上市公司披露信息。因此华尔街也就完成了一个转型。从一个混乱无度的“童年期”转向了一个高歌猛进的“青年期”。

在19世纪末期，到20世纪三四十年代，这个过程中，美国发生了很多重要的事件。

首先是19世纪末期，美国进行了重工业化，当时钢铁、化工等产业产生了巨大的增长，随后是第一次世界大战，美国在“一战”中虽然处于中立，但是它实际上是倾向于当时的协约国，所以它也是多多少少站在了战胜的一方。

最后来到的是20世纪20年代，汽车、收音机、冰箱这些家电第一次进入千家万户，航空业刚刚露出曙光，信用消费刚刚启动，未来似乎一片光明。当时经济非常繁荣。股市竟然有了长达8年的牛市。1929年，所有的人都忘掉了风险。当时一个最普遍的做法就是所有的商业银行都去美联储贷款，以5%的利息贷款，然后再把这个贷款以12%的利息转贷给经纪人和经纪商，经纪商再以20%的利息贷给投资人，投资人希望从股市中获得超过20%的回报。而在过去的那几年中，他们基本上都实现了这一点。所以他们在逐级放大这个风险。

20世纪20年代的末期，出现了一个保证金制度，是10:1的比例，就是一个投资者可以拿1万美元去买10万美元的股票，其他9万美元都是从经纪商那儿以高息贷款而获得的，然后用这个资金去买股票。如果这么一个模式能够成立的话，股市天天上涨还可以维系，但是如果说某一天市场发生很大的逆转，将会产生万劫不复的后果。

提问：1929年的经济危机对美国产生了怎样的影响？这次危机又带来了资本市场的哪些变革呢？

祁斌：1929年10月24日，在4个交易日之内，华尔街道琼斯指数下跌22%。这场史无前例的股市大暴跌，从1929年延续到1932年，3年间，道琼斯股票指数下跌了89%。此后，美国和全球进入了长达10年经济的大萧条时期。

当时这对很多投资者产生了巨大的打击。我们举一个最典型的例子。

当时最火爆的一只股票叫做Radio Corporation of America，就是美国收音机公司。因为当时收音机刚刚起步，大家认为它的未来是一片光明，最高的时候它的股价曾经达到过500美元，当股市崩盘之后，最后跌落成为3美元。如果说，你是借了10倍的债，去买了这么一只股票，那肯定是万劫不复的后果。这对美国当时社会的打击也是非常沉重的。有材料说，在1个小时的交易时间内，美国有11个经纪人跳楼。随后的3年之内，跳楼成为了一种风气。

那么，随之而来的是20世纪30年代经济大萧条，这我们大家都是非常熟悉的，当时全社会有1/4的人失业，GDP下降了50%。

30年代的时候，罗斯福就任总统，他开始了新政，非常出名的新政。新政中一个重要部分就是金融新政，包括两方面的内容：一方面对华尔街进行了整顿，加强监管，并进行一些技术上的修正。比如说规定股价在上一个报价下跌的时候不能够卖空；比如取消了10:1的高杠杆的保证金制度。同时，另一方面，1933~1940年，美国制定了一系列证券方面的法律。1933年出台了《证券法》，1934年出现了《证

券交易法》。也就是说，美国的资本市场在交易和运行了将近140年，才出现了第一部《证券法》和第一部《证券交易法》。按照这些法律，美国成立了证监会，也就是说，美国市场在运行了140年左右的时间才出现了证券监管机构。今天我们回头来看，都觉得是不可思议的。

随着这些监管体系的完善，法律框架的逐步完善，华尔街也开始步入“成熟期”。现代投资银行业逐步兴起，以当时的美林证券为代表。今天我们看到美林证券已经被收购了。随后价值投资理念开始广泛应用，并且深入人心，机构投资者得到了迅猛地发展，华尔街从此进入相对的成熟期，也就带来了美国战后将近60年的经济繁荣，尤其是最近30年高科技产业的崛起。

提问：随着监管体系的完善，以华尔街为代表的美国经济进入了成熟期。然而，在六七十年后的今天，华尔街再次发生了重大危机。那么，这次危机和以往的危机又有哪些相同与不同之处呢?

祁斌：进入成熟期后，六七十年的今天，华尔街再次发生了重大的危机。我们来看看，这次危机和以往的相同与不同。相同之处，所有金融危机的本质都是一样的。从郁金香泡沫，到1929年股市的崩盘，到现在都是一样的过程。首先是对财富的狂热追求，然后羊群效应，大家在对未来美好的预期中丧失了理性。泡沫最终是要破灭的，最后集体大逃亡，对社会造成重大的打击。1929年的股灾，造成了千百万人的流离失所。

美国历史上有一位非常著名的投机家，他曾经讲过一段话。他说没有一部历史比华尔街更能千篇一律地重复自己，几百年来，无论是华尔街的投机，还是华尔街的投机者，他们从来都别无二样，本质上都是一样的。

所以我们可以看到，郁金香泡沫的时候，大家是在毫无理性地追逐郁金香价格的上涨。在次贷危机中，大家对次贷的风险也浑然不知。

这次我去纽约，跟一些华尔街上专门从事CDO（担保债务凭证），及CDO平方一些交易员进行了一些探讨。我问，你们当时难道就一点感觉都没有吗？这些产品，都是那么安全吗？很多人讲，当时感觉已经是非常不祥了，已经觉得非常不安全了，但是看到别人都在里面炒，也就又冲进去了。所以你可以看到，这可能叫同行的压力吧，但是这跟以前多少次金融危机还是非常相似的。也就是说，在某种意义上，就像新瓶装了旧酒一样。

但是这次金融危机，还是和以前有很多不同之处。

我们看到以前的金融危机，无论是亚洲金融危机还是南美的货币危机，都是影响了一些国家，而这次金融危机传播到了欧洲、亚洲，几乎所有的主要国家无一幸免，程度之重也是前所未有，甚至有一些国家面临破产的危险。提问：我们可以看到，实际上华尔街在发展当中也是一直不断出错，就像一个不断犯错的孩子一样。但是在每次犯错之后，都会出现相应的约束和规范。为什么没有在最开始的时候出现相应的规范？经过这次危机之后，您认为政府监管是否能够出现一些什么新的变化？

祁斌：像我们刚才探讨的一样，华尔街的历史一直是一个政府和市场之间的博弈关系，就是监管者和被监管者博弈的历史。

第一次发生金融恐慌的时候，即杜尔事件，当时华尔街的经纪人为什么搞一个《梧桐树协议》？因为当时很多州政府想把股票的和债券的交易都禁止了，他们为了躲避政府的监管，自己赶紧搞一个自律组织。所以他们搞了一个《梧桐树协议》，也是为了躲避监管。但是

客观上，也是帮助市场恢复了秩序。在这个过程中，很自然，被监管者总是希望非常自由地去发展，非常自由地去套利，而监管者总是希望把市场约束在一定的范围之内，所以两者的矛盾是天然的。每次市场崩溃之后，都会使得监管者重新发现市场中原来没有看到的这些漏洞，或者说因为市场也不断地往前走，它会出现新的漏洞，或者新的监管空白，然后加以修正。

2004年，我翻译《伟大的博弈》这本书，翻译完了之后，我正好去纽约访问，就约了《伟大的博弈》的作者戈登一起来讨论美国资本上的历史。当时我提了一个非常相似的问题。我问美国的历史，经过了200年的反反复复，风云变幻、风风雨雨，为什么不能当初政府就比较有远见一点？如果很早就做一个良好的规划，那么市场就会少发生一些这种危机或者灾难？

戈登当时停了两秒钟。我想，他可能从来没有碰到这样的问题。然后，他第一反应，说不太可能吧。他说这个很难做到，因为你很难对于未来的发展有良好的预见。我想，今天中国资本市场的发展，我们的起点和美国是不一样的。我们是比较落后的，应该尽量地去扩大后发优势。也就是说，我们应该尽量去研究他们资本市场的发展历史，汲取他们的一些经验，也吸取他们的一些教训。这样才能够对我们未来发展提供良好的借鉴。

提问：2008年美国大选，奥巴马先生当选美国新一届的总统，您认为他会采取什么措施来应对这么大一场金融危机？您认为他这些措施会起到作用吗？能够挽救这场危机吗？

祁斌：奥巴马会采取什么措施我们都不知道，新的美国政府将采取什么样的措施，我们只能拭目以待。

但是，我们分析一下过去危机可能有助于我们了解未来的政策走向。1929年的股市危机，随后发生了经济危机。很多专家和学者认为，这两者之间有一定的必然联系，因为当时美国政府采取了一系列错误的政策。比如说，它采取了贸易保护主义，它把美国的贸易和其他国家的贸易基本上关闭了。随之其他国家也对它进行报复，因此它的经济很难走出危机或者说加深了它的危机。

第二个，当时的错误政策，就是胡佛政府在经济非常冷的情况下，还是想办法平衡预算，削减政府的开支。我们都知道在这种市场危机的时候，正确的做法是政府加大投资，加大推动经济的力度。

第三个很重要的错误，当时的美联储只有15年的历史，所以它没有太多的经验，不知道怎么去应对这么一个危机。所以在股市发生危机之后，只是降了两次息，发现毫无效果之后，就什么也不作为了，这是非常错误的。实际上，美联储的利率几乎还维持在比较高的5%。也就是说，在经济几乎都是要被冻毙的情况下，美联储还在给美国经济开退烧药。所以这一系列政策错误，带来了美国经济危机的深重灾难。

刚才我们分析了这次华尔街发生的危机，它里面有很多必然的原因，也有很多制度上的缺陷。我想，华尔街肯定要被迫作出很多调整，也会在监管方面加强。很多不合时宜的规则，不合时宜的运作模式会得到修正。美国应该在吸取1929年股灾之后一系列政策错误带来的严重后果的教训。

提问：从美国华尔街历史上的危机和这次金融海啸，我们可以得到什么经验或教训，或者带来更深入的思考?

祁斌：首先，美国是典型的资本市场发展路径，它是一个典型的自下而上的发展模式。也就是说，一开始是市场自我演进的过程，走到一定程度之后，大家都知道，一个完全自由的市场早晚要崩溃的，因为市场中每一个利益主体都是为了自己的利益。它缺乏一个市场的仲裁者、缺乏一个市场规则的制定者，这样的自我发展过程一直到1929年——尽管经历了19世纪末期经纪人的革命，一个自律组织或自律规则形成了，但这依然是不够的。直到1929年，股市发生了巨大的崩溃，1933年、1934年罗斯福实行了金融新政，才带来了美国的《证券法》、《证券交易法》，才带来了美国证券交易委员会的建立。也就是说，资本市场的发展，应该找到政府与市场的平衡，美国花了140年的时间。也就是说，政府的缺位和监管的缺失，对市场的发展是非常不利的，应该找到一个良好的平衡点。

历史上诸多的危机和这次金融危机，也说明了一个问题。在市场发生危机的时候，政府应该有所作为，一方面要进行适度的救助，另一方面，更加重要的是，要推动制度的变革。我们可以看到，在美国历史上，曾经有一个长期的理念之争，就是汉密尔顿和杰斐逊主义的争论。在1792年，我们刚才提到的华尔街的第一次金融危机的时候，当时财政部长汉密尔顿坚决下令财政部以几十万美元去购买国债，为市场增加流动性，避免了当时金融危机演变成为一个更大程度上的经济危机。在随后的近200年，美国基本上走了一条自由主义的道路。像在1929年股市危机中，美联储当时几乎毫无作为，所以这也是客观上使得金融危机最后扩展成为经济危机一个重要的原因。

在1987年的时候，美国也发生了一次重大的金融危机。那时候新任美联储主席就是格林斯潘，当时格林斯潘对市场进行了一定的救助，为市场提供了流动性。所以说，按照美国金融历史学家戈登的说法，美国花了195年的时间，1792~1987年，回归到了汉密尔顿主义。也就是说，在市场缺失、发生重大缺陷的时候，或发生危机的时候，政府要进行一定的干预。既要对市场进行一定的救助，也要推动制度的变革。

我想这次华尔街危机，同时也暴露了现代金融体系的两面性。随着金融工具越来越复杂，高度的杠杆化，现代金融体系就越来越有效。但同时你会发现，这样的金融体系也越来越脆弱。

我作一个不一定很恰当的比方，这很像是现代军事的发展。在远古的时候，大家都使冷兵器，然后出现了长枪，出现了大炮，到近代出现了更加复杂的、先进的武器。但是如果对方能够把你的通信系统破坏了，那么所有这一切都没有用了，那还不如使用小米加步枪管用呢。所以，现在金融体系这个发展趋势，随着它越来越复杂，越来越高度的杠杆化，使得金融风险的控制变得尤为重要。一旦风险控制失效，带来的结果可能是灾难性的，它带来的危机，可能比原来更加深重，这个我们已经看到了。

所以这次华尔街的危机，也使得我们必须重新认识金融风险，我想对于金融风险的重新认识至少有几方面：

第一就是运用高度复杂的、数量化的风险管理工具，并不意味着风险得到了控制，必须要跟良好的基本常识和良好的判断相吻合。随着复杂的金融工具的使用，大家都在运用数量化的模型对风险进行计算和预测，这种预测其中有很多假设，这个假设条件一旦不适用后，最后出来的结果可能是大相径庭的。如果你只是相信这些数量化的模型计算出来的结果，那可能是非常危险的，很多小概率事件的确会发生。

现在大家都在讲黑天鹅的概念，大家一般都认为没有黑天鹅，因为看到的都是白天鹅。但某一天你突然发现，世界上真的有黑天鹅，而且更要命的是，你发现黑天鹅的时候，还不止一只，有一群黑天鹅。很多时候，大家认为一个小概率事件不会发生，另外一个小概率事件不会发生，它们俩同时发生的概率就更小。但实际上，当真正来临的时候，它们两者的相关系数是相当高的，可能同时发生。所以，这是对我们第一个重大的理念的反思。

第二，我们发现，不管是金融机构内部还是金融机构之间，原来“各人自扫门前雪”的风险控制和风险管理的理念已经失效。我们应该更加关注金融机构和金融市场整体的风险。很多大的金融机构，部门之间都是有很多壁垒的。很多部门说，我的风险控制很安全，至于别人怎么样，我不管。某一天突然发现，这个公司破产了。同时我们会发现，金融机构之间也是，高盛可能说雷曼风险很高，那么由它去吧，我不用管。但是某一天你会发现，雷曼破产的时候，几乎要把高盛也拖进破产的边缘。所以我们可以看到，必须有对金融机构和金融市场整体有风险的把握。

第三，在这次金融危机中，我们还看到金融风险跨境，跨越国境的传播的速度和破坏力是超乎我们想象的。因此不仅使得跨境监管合作成为一种必然，而且实际上对各国金融体系的健康和效率也提出了严峻的挑战。也就是说，金融风暴或者金融海啸所到之处，如果你的金融体系不健全，如果你的金融市场不强大，那么倒下的可能第一个就是你。就像欧洲很多的银行，当金融风暴席来的时候，发现它们自己非常脆弱。

提问：随着经济的全球一体化以及资本市场一体化的实现，尤其是这次，金融危机发生以后，多国政府已经实施了联合救援。那么在这种背景下，您觉得国际上能否成立一种联合的监管体系或者形成一种国际性的组织来进行联合监管?

祁斌：我们已经看到这次危机在全球的传播速度和破坏力，超过以往所有的危机。各国政府对这个危机所采取的一致行动也是史无前例的。

随着资本市场的发展，资本市场的影响力跨越国境，已经成为必然趋势。但是监管都是止步于各国边境之内，所以未来协同监管一定会成为比较重要的趋势，或者非常重要的一个话题。

我记得戈登在《伟大的博弈》中，最后几页讲过一段话。在1999年，他讲了这么一段话，现在看来还是比较有预见性的。他说资本市场正在彻底的全球化和一体化，华尔街已经超越了国界，影响力也超越了国界。但是监管只能够止步于各国的边境。他说也许只有一场像泰坦尼克号那样的全球金融灾难，才能够带来一个统一而有效的全球监管体系。现在华尔街的泰坦尼克号的灾难已经发生，各国的政府正在积极地联手进行救助，那么会不会由此产生一个有效的全球监管和协作体系呢？我们现在还不得而知。最近亚欧会议也好，20国会议也好，我相信都能够在全球各个国家的金融监管机构之间达成寻求共识，或者形成一种对话机制，能够产生比较大的影响，会不会产生真正长期协作一致的机制或者常设机制，我们只能够拭目以待。

提问：次贷危机所引发的美国金融危机已经开始扩大到信用卡领域上面，所以普通的消费者在面对了次贷危机以后，也开始要面对信用卡危机。您是否能谈谈信用卡危机目前的状况，还有美国信用卡发行模式是否存在巨大的漏洞，导致了这场后续的危机？

祁斌：我刚从美国回来，但是在纽约开了两天会，就用了一次信用卡，用的是中国银行的信用卡，所以没有问题。

以前我们在美国留学工作，当时看到最开始信用卡，是非常严格地进行这种审批，随后越来越放松、越来越放宽，到最后美国信用卡公司几乎是追着别人去给他信用卡。你想这是为什么呢？那就是因为美国这种超前消费的文化是比较流行的。信用卡公司很难赚到中国人的钱，因为中国人每个月都把自己的余额给还光了，美国人一般都不

会，那么他们就会放在账上，他们要交利息，这个利息是17%。也就是说，信用卡公司的利润是相当高，它有将近百分之十几的这么一个利润，所以即使说它选了一些客户并不是非常好，品质不是非常良好，它也不介意，因为它可以把它当做坏账进行处理，剥离这些坏账，哪怕有1%、2%，甚至更高一点比例，它都觉得是可以继续下去的，但是这个盈利模式之所以能够进行下去，必须要经济一直比较繁荣，同时，大部分人以后会去支付这个利息。如果出现大规模违约的时候，我相信对它的打击，应该是非常沉重的。所以，当时我们在美国学习和工作的过程中，也对他们后期信用卡的这种模式非常担心。就是说，如果这些信用卡公司不能够真正地进行比较良好的风险控制，应该说是非常危险的。

这次金融危机之后，不知道信用卡公司会不会采取一些比较积极的措施，如果不能够采取积极的措施，我相信，风险会比较高的，但是我们只能拭目以待。

上一页 返回目录 下一页

点击键盘左右键(← →)快捷翻页

发表评论 网友评论(0)评论仅代表网友个人观点，不代表财新网观点。

查看全部0条评论

财新网友您好，欢迎发表评论：（注册或登录后发表评论，将会获得更多关注）

隐身发表

登录后可使用收藏图书及书签功能

图书推荐民主的细节——美国当代政治观察随笔

截然不同的制度、文化、语言背景，使包括我在内的很多中国人很难彻底融入美国社会，但是，这个障碍从某种意义上来说却可能是好事...[详情]

监管——谁来保护我的投资

遥寄投资物语，反思金融危机；探寻监管之道，破解货币之谜[详情]

哈佛经济学笔记

尚未结束的本轮危机，怎样改变了中国和世界？美国在如何自我拯救？中美之间将迎来蜜月，还是经济战争 [详情]

舒立观察——中国十年之真问题

胡舒立主编《财经》十余年间所写的评论文章的精华，是作者对十余年来政治经济改革的真挚呐喊和助威——“认识并理解中国问题的复杂性，并总是寻求超越”[详情]

第五项修炼

本书被《金融时报》誉为有史以来最伟大的五部工商管理巨著之一，过去75年来最有影响力的管理学著作之一；作者彼得?圣吉被《商业周刊》评为世界十大管理大师之一[详情]

超越金融：索罗斯的哲学

本书是开放社会研究所主席及创办人乔治．索罗斯 于匈牙利中欧大学演讲的结集，凝炼了索罗斯毕生实践及其哲学观点的智慧精华，总结他对全球经济和政治的世界观。[详情]

儒家哲学

梁启超晚年研究中国哲学史的一部力作，原本是梁氏在清华国学院的讲课稿，由其弟子周传儒记录。梁启超在讲演中提出了不少新颖深刻的见解。[详情]

四手联弹

章诒和，一个颇受国人瞩目的人文学者；贺卫方，一个颇具争议影响的北大法学教授。两位学者代表两代知识分子，破天荒联手著书。[详情]

北洋裂变：军阀与五四

五四不仅是思想史上的标志事件，还是政治史中的一个巨大事件场域。学生运动只是五四的表面浪潮，其下汹涌的，是那个时代纷繁复杂的军阀政治——各个军阀和政坛派系都在捣鼓五四，而五四最终对于民国政治的走向，起着扳道工的作用。[详情]

大乱有大治

罗伯特?博森的长处在于对相互关联的金融系统细节有着透彻理解。他以委婉的方式说明了哪些地方成功，哪些地方失败。他带领着读者在本书中经历了美国房价下跌如何以滚雪球的方式扩展成世界范围的经济危机的整个过程。 [详情]

治理中国——从革命到改革

继费正清《美国与中国》之后的又一部美国学者研究中国的重要学术著作，也是目前美国使用最广泛的介绍中国政治的教科书。作者李侃如不仅是美国当代著名的中国问题专家，也是在中国政治研究领域学识最渊博的美国学者之一。[详情]

许倬云谈话录

著名历史学家许倬云，台湾“中央研究院”院士、美国匹兹堡大学名誉教授，有“台湾改革开放的幕后推手”之称，著述等身，誉满中

外，本书中许倬云回顾自己为学术的人生历程，写出大时代下个人的努力与刻苦，娓娓道来，是了解和研究许倬云的最好读物。 [详情]

科学说需求

本书是张五常经典学术著作《经济解释》之卷首，从经济学理论的角度清晰地阐释了需求的本质、缺乏与竞争的关系、价与量的关系等需求定律的重要观点和概念准则。[详情]

知识分子与现代中国

从传统儒家批判，到现代共产主义信仰，从19世纪欧洲的观点变化，到东西方文化论战，作者力图从知识分子与国家命运的角度，用所谓的经验洞察力，让人们更加熟悉历史观念的变化全貌。[详情]

奇异恩典

从奴隶贩子到废奴领袖，从无知水手到属灵导师，圣诗《奇异恩典》作者约翰?牛顿惊心动魄的传奇人生[详情]

中国，我误解你了吗

加藤嘉一多年旅居中国，见证了这个飞速发展国家的欣欣向荣，也品味到了它的一些苦涩。“80后”、蜗居、博客的力量、记者的红包，他在学习、游历与教学，甚至是平凡的生活中，亲历、观察、记录着中国式变革的欣喜与阵痛。[详情]

资本市场:中国经济的锋刃

在荷兰的阿姆斯特丹，有一个全欧洲最大的鲜花交易市场。每天上午，欧洲各地生产的鲜花被源源不断地运到这里。下午，通过“荷兰式拍卖”，所有鲜花的价格都被确定；然后，这些鲜花被迅速地分装、打包，运往世界各地。第二天，不论是欧洲的伦敦和巴黎，还是美洲的纽约和温哥华，或者是世界各地的任何一个主要城市，从阿姆斯特丹运来的鲜花，都会在这些都市的清晨不约而同地出现在街头。

华尔街对美国经济的贡献有多大

随着金融风暴席卷全球，“自私”、“贪婪”、“欺诈”、“堕落”等字眼如雨点般落在华尔街金融机构身上，那么华尔街在美国经济发展史上究竟有多大的影响？在各大国经济体互相博弈的过程中，资本市场能够发挥怎样的作用？这里首先简单介绍一下美国经济发展过程中华尔街所扮演的角色。然后，我们探讨一下在当今世界全球各国经济竞争的格局下，资本会发挥什么样的影响力。

大家可以看一下美国道琼斯指数在过去100多年的走势图。在某种意义上讲，它基本上折射了美国国力的增长或者美国经济增长的趋势。大家都知道，美国在200多年以前是一个草木丛生的荒蛮之地，200年之后，它成长为全球第一大经济强国，几乎在这个发展过程中的每一个重要的事件，每一个重要的环节，我们都可以看到它背后华尔街资本的推手。让我们一起来回顾华尔街的历史和美国经济的历史。

华尔街重组了美国

在美国经济发展过程中第一个重要的环节，就是运河和铁路的修建。在美国发展早期，因为美国地域比较广阔，交通不方便，所以当时经济发展面临最大的一个问题就是如何解决交通运输的问题。由此，人们想到了开凿运河，后来就是修建铁路。我们都知道，运河的开凿和铁路的修建都是投入非常大的一些工程，而且风险很大。在19世纪初期的时候，美国一般的家庭的收入一年只有1 000美元，但是美国修建1英里的运河需要耗费2万美元，所以可以看到当时运河的建造成本是非常高的，铁路也如此。如何去集合大量的资本，把铁路和运河修成是一项非常艰巨的任务，因为它是一个系统工程。马克思曾经评论资本市场对于美国铁路和运河发展起的作用，他说，假如必须等到资本的积累增长到足够修建铁路的话，恐怕直到今天，世界上还没有铁路，相反，资本集中通过股份公司转瞬之间就把这件事情做成了。

事实上，美国第一条运河是伊利运河，它连接美国的五大湖区和纽约，使得美国中西部的产品可以源源不断地输送到纽约。伊利运河的成功开凿是在1817年和1825年期间，它的成功开凿使得美国中西部的谷物，各种货物运送到纽约直接的成本节省了20倍，时间节省了3倍，所以它带来的经济效益是巨大的，客观上使得纽约一举成为了当时世界上最繁荣的新兴城市。所以随后在美国各地有很多运河开始建造，同时也带来了华尔街上运河股票发行的热潮。

1829年，英国人斯蒂芬森在曼彻斯特和利物浦之间修建了人类第一条铁路，很快铁路传到了美国。1835年的时候美国只有1 000英里长的铁路，但是到15年之后的1850年，美国就有了1万英里铁路，再过15年，1865年美国有了 3 万英里铁路。与此相对应，1835年华尔街上只有3只铁路股票，1850年的时候有了38只，到了1865年的时候华尔街上竟然有1/3的股票都是铁路股票，也就是说在整个美国运河和铁路发展的过程中，华尔街为它们提供了源源不断的资金，所以美国经济发展的第一步，正是依靠了资本市场，在资本市场的支持下，使得美国这个地域广袤、交通不便的国家迅速整合成为一个统一的经济体，也使它具备了崛起的可能。

美国经济和社会发展历史上第二件重要的事情，就是南北战争。南北战争始于1861年，当时是美国的南方各州和北方各州因为农奴制的废立而爆发战争。当时从经济实力来讲，南方是强于北方的，因为南方有很多富庶的棉花种植园主，北方是新兴的工业资本家。但是战争毕竟是一个消耗大量资金的机器，所以双方都是耗尽了财力，都急需融资。南方想到的办法就是去印钞票，所以它开动印钞机很快地印钞，印到最后的结果是什么呢？通货膨胀。到了战争末期，南方的通货膨胀率竟然是战前的9 000%。北方呢，因为当时纽约市已经有了华尔街，它相对来说掌握了比较先进的经济文化，所以它想到了另外一个办法就是发国债。当时华尔街上年轻的银行家库克，他想出一个很好的办法。在此之前，国债的发行都是通过在华尔街上找经纪商或者大型的金融机构，私下里进行发行，库克想到的一个办法就是通过在报纸上和公开媒体上做广告，向普通老百姓发行债券。他告诉老百

姓，买这些国债不仅是很好的投资，而且是爱国的表现。通过这个方法，他迅速地筹集了全国的资金，也焕发了全国的热情。到战争的末期，北方筹集资金的速度已经远远超过它当时所需要花费军费的速度，使得北方在与南方的这场决定美国未来走向和命运的战争中，占据了主动，最后获得了胜利。客观上，因为库克所带来的这种国债的发行的方式，也使得华尔街一夜之内成为一个非常繁华的地方。在美国南北战争的前后，也就是1861~1865年，短短4年之内美国的国债规模增长了42倍，华尔街因此一跃成为了全球第二大资本市场，仅次于伦敦。

提问：美国南北战争时期，华尔街推出了国债，也可以算是一种金融创新，帮助北方统一了全国，而这次呢，华尔街却因为金融创新栽了跟头。为什么同样是金融创新，两次差别这么大？是人的原因还是时代的原因？

祁斌：我想，所有的金融创新，如果它是非常成功的话，肯定是满足了当时经济和社会的需求，同时呢，它肯定没有造成大规模的金融风险，这次最初金融创新的起源，比如说次贷市场发展证券化，包括MBS等这些产品的推出，实际上还是为了满足美国社会的一些需求，帮助一些信誉不太良好或者经济条件比较差的人有能力去贷款，去买房子，最后走得比较偏了，它就出现了很大问题。所以，我们想，在金融创新和审慎监管之间，应该找到一个平衡点。这个平衡点是最难去把握的，怎么能够尽量去把握呢？我想金融创新，第一，我们要确保它确实能够为实体经济解决问题，能够跟实体经济紧密相连。第二，一定要有一个循序渐进的过程。

美国历史上的第三件重要的事情，就是重工业化。在19世纪最后30年里，美国迅速完成了重工业化，钢铁、化工等一批行业迅速崛起。到了19世纪末，就是1900年的时候，美国钢铁总产量已经超过了欧洲各国的总和，美国卡耐基钢铁公司的钢产量已经超过了英国钢铁

产量。这时候，一位年轻的实业家施瓦布来到了华尔街，他向华尔街的一些重要人物发表了一个演讲，并劝说他们，如果能够把包括卡耐基在内的一部分钢铁公司整合在一起，有可能实现更大的规模效应，美国的钢铁公司会成为全球最有效率、最强大的钢铁公司。华尔街这时候的领军人物是J□P□摩根。在华尔街的历史上，他是一个非常重要的人物，在20世纪初的一场金融危机中——因为美国在很长一段时间里，没有中央银行，他个人几乎担当了美国中央银行的角色，他为整个市场提供了流动性。J□P□摩根听了他这个演说之后深受启发，他们俩后来就进行了一些策划，由施瓦布出面劝说卡耐基放弃了他的公司。卡耐基随后就卖出他的股权，他个人也就成为当时世界上最富有的人。J□P□摩根主导了这次重组，这次重组的结果就是将一批美国的钢铁公司，整合成为合众国钢铁公司。

1901年的这个重组的项目，形成最后的公司资本金是14亿美元。我们知道，这一年美国联邦的总预算才稍稍超过了5亿美元，所以它的规模是非常庞大的。所以这个事件之后，华尔街流传一个段子，老师问学生说是谁创造了世界，学生回答说是上帝，是上帝在公元前4004年创造了世界；但是，在公元1901年，这个世界又被J□P□摩根重组了一回，可见当时华尔街对于美国经济的影响是非常大的。

在支持美国重工业化，支持美国钢铁、化工等产业迅速崛起的过程中，华尔街也迅速成长为一个非常庞大的市场，华尔街上重要的股票也改头换面。在1878年的时候，华尔街还没有一只制造业的股票，但是到1900年的时候，制造业的股票已经成为华尔街的主体了。

在资本市场的推动下，在重工业化迅速完成的背景下，1900年美国GDP总量超过英国。美国第一次在世界舞台上崭露头角。

美国历史上的第四件比较重大的事情是两次世界大战。我们都会觉得好像战争跟资本市场没有太多的关系，其实它们之间是息息相关的。我们会发现，在历史上所有这些重大战争中，华尔街都在里面扮演很重要的角色，而且很多时候会影响战争的进程或者胜负。

在“一战”中，美国采取了中立的地位，当时一方面是英法为主的协约国，另一方面是德国为主的轴心国，美国是明显倾向于协约国，所以美国的华尔街这些钢铁公司都在源源不断地为英法制造坦克、大炮。后来，德国人发现这样对他们非常不利，他们就来到华尔街找到当时美国最大的钢铁公司之一——伯利恒钢铁公司，它的总裁是施瓦布。施瓦布本人拥有伯利恒钢铁公司的控股权，它的股价值为5 400万美元，德国人找到他说，我们给你1亿美元，希望你能够把你的控股权交给我。后来英国人截获了这个情报，他们也去找施瓦布，他们非常着急，他们说，我们也给你1亿美元。后来施瓦布说，我已经拒绝德国人了。所以战后英国人就评论施瓦布对于战争进程的影响，对于英国人来说，所有的英国人都应该感谢施瓦布，因为他帮助了协约国战胜轴心国。所以我们可以看到，在大国之间竞争，大国之间博弈，大国之间交战的过程中，华尔街的影响都是举足轻重的。

在这个过程中，美国从“一战”中获得了巨大的好处，它的工业迅速地增长。我们举个例子，比如杜邦公司在“一战”的4年中，完成的军火总量是此前每年平均军火订单的276倍，实际上它同时还提供了协约国40%的军需品。所以它从一个军火商转身变成了一个重要的化工企业。在这么快速的增长中，它都是依靠华尔街提供源源不断的资金，否则是不可能的。我们也知道，在“一战”前后，因为这些工业的发展，因为资本市场的高度活跃，使得纽约证券交易所的规模一举超过了伦敦，美国资本市场从此成为了全球第一大资本市场。同一个时期，美国人均GDP也超过了英国，确立了美国在世界成为第一强国的地位。

我们知道“二战”结束以后，美国经济快速步入了一个繁荣的上升通道。但是，这种初级消费拉动较低经济附加值的制造业推动发展的模式，到20世纪70年代，就出现了很多问题，当时出现了石油危机、水门事件等，美国社会也是危机重重，历史学家称这个阶段为“经济滞胀”，美国经济陷入很大的困境。但是从20世纪70年代开始，美国经济慢慢又步出了这个低谷，走向了一个新的发展阶段。最开始的时候，

美国加州斯坦福大学的一些科研人员走出校园开始创业；从纽约来的风险投资家和投资银行家来寻找比较优秀的企业家、比较优秀的技术，给他们提供资金，扶持他们走向资本市场，二三十年之后呢，这些企业都成为了世界高科技产业的巨擘。

提问：创立于1971年的纳斯达克证券市场为美国高科技产业打开了财富之门。现在，在纳斯达克上市的5 500多家公司中，约有近2 000家高科技公司，中国的互联网公司也在这里陆续打开了融资大门，纳斯达克成为了全球支持经济迅速发展的强大助推器。华尔街对于美国高科技产业的推动作用是如何体现的?

祁斌：1971年的英特尔上市，1980年的苹果上市，1986年的微软上市，都带动了美国计算机产业的快速发展；1986年，微软公司上市，在第一个交易日，微软股价便从7美元飙升至28美元，比尔·盖茨凭借3□15亿美元的净资产第一次跻身福布斯美国富豪排行榜之列，并连续13年蝉联首富桂冠，目前身家580亿美元，英特尔造就了微软和盖茨，但是没有华尔街就没有这一切。1990年思科上市，1996年朗讯上市，奠定了美国在通信产业世界上领先的地位；随后1996年雅虎、1997年亚马逊、2004年谷歌，它们的上市，又使得美国成为了互联网时代的超级弄潮儿。所以我们可以看到，美国高科技产业的迅速崛起，帮助美国企业实现了产业升级，也帮助美国实现了经济的转型，也帮助它实现了自战后30年繁荣之后又继续发展了30年，也就是说一共有60年的繁荣。

在这里，最重要的一点就是，美国高科技的崛起是依赖于它有一个强大的资本市场，资本和科技有效结合，成为了美国经济转型和产业升级的一个重要的推手，这个模式被广泛地称为“硅谷模式”。

我们可以看到，在过去的30年中，几乎所有重要的高科技产业基本上都是从美国兴起，而且美国在这些领域中都具有比较领先或者甚至垄断的地位，就是有赖于它有一个强大的资本市场，有一个非常好的发现机制和筛选机制。美国经济从1951年开始增长，到1975年的时候，突然高科技产业崛起，高科技产业在GDP中的贡献从零变成了10%左右，它溢出的效应带动了其他产业，对美国经济贡献大致达到30%。所以，高科技产业的崛起，帮助美国实现了产业升级，实现了经济可持续发展，而这个背后的推动力是美国的资本市场。

资本市场推动社会前进的动因

提问：美国高科技产业的崛起，背后的推动同样是资本市场，那么动因在哪里？

祁斌：为什么资本市场会推动社会前进，为什么资本市场能够帮助高科技产业的发展，我们来探讨一下背后的动力和动因。以前我讲过被称为华尔街女巫的海蒂·格林，当成千上万的人像她一样作为独立的投资者的时候，社会的资源配置就被优化了，企业优胜劣汰，海蒂·格林及和她类似的人就演变成现代投资银行和现代基金经理，他们变成了真正的专业投资人士。当然现在大家说还有一些非常例外的、非常优秀的个人投资者，比如说大家最熟悉的巴菲特，他也是一位优秀的个人投资者。这些个人投资者在寻求自己利益的同时，客观上对市场实现了优胜劣汰，优化了社会资源的配置，推动了经济向前发展。

其实，我们从理论上来探讨，从亚当·斯密到资本市场，人类实现了一个巨大的飞跃。怎么去理解这个事情呢？亚当·斯密当时提出来，市场经济无非就是比较优势和交换。什么叫比较优势和交换呢？比如说我最擅长做鞋，这位同学呢最擅长做袜子，我就每天都做鞋，他应该每天都做袜子，然后我们俩去交换，我们俩都会发展得更好，这个理论上就叫做比较优势和交换。但是人类发现，这样的物物交换非常麻烦，有可能今天下雨我没去，明天刮风他没来，所以这个交换就不能实现，所以他们要找到共同的一个中介把它兑换，这就产生了货币。但是，货币的产生只能使得人类可以定价过去，还不能够定价未来，证券的出现使得人类也有可能定价未来。大家想一想，资本市场

出现以后，人类有哪些经济元素不能够在资本市场上被证券化？基本上都可以。

我们都知道公司可以上市变成股票，信用可以上市变成债券，人力资本、个人的潜能可以变成期权，所以呢，资本市场使得人类这些重要的生产元素可以在一个电子平台上以最快的速度进行交换。当然，这个交换并不是完美的，因为市场本身还有很多缺陷，但是如果监管得当，法律比较健全的话，这么快速的资源配置的场所，长期来看是能够推动社会前进，推动经济体的可持续发展的。

怎么去理解定价未来这么一个事情？其实也非常简单，我们都知道全世界最大的富翁长期以来一直是微软的比尔·盖茨，第二名是巴菲特，有很长一段时间，第三名叫做保罗·艾伦，他实际上就是比尔·盖茨的同窗好友，他当初看到比尔·盖茨去创业，就给他投了一笔资金，他本人并没有参与太多微软的管理，或者说作出的贡献有限，但是他成了世界上第三大富豪，这就是一个典型的投资于未来的一个例子。

对高科技产业的推动来说呢，资本市场尤为重要，为什么这么说呢？因为资本市场提供了一个良好的治理结构和激励机制。大家都非常了解微软的发展历程，但大家可能不知道微软在1986年刚刚上市的时候，它的总资产只有200万美元。200万美元在今天的中国社会来看都不算是一笔非常大的财富，但是20年之后即2006年的时候，微软的总市值是2 500亿美元，它超过了很多国家的GDP，它在20年中实现了非凡的增长。

微软是怎样做到的呢？微软的8 000名员工从公司期权中获得的财富是80亿美元， 80亿美元除以8 000，正好是100万美元，也就是说，任何一个人只要加入微软，哪怕你是一个文秘，如果你努力地工作，推动微软这个企业的发展，推动它价格的上涨，微软可以使你成为百万富翁。这么一个巨大的激励机制，使得很多高科技产业实现了非凡的增长，也就是说，我们今天看到硅谷，这些无论是微软、英特尔，

还是谷歌、雅虎，它们都不超过30年的成长历程，就成为了全世界高科技产业的巨擘，还有很多企业的历史都不超过10年。

美国金融体系在过去100年中不断演变，我们发现，伴随着华尔街对美国经济的支持和增长，它自己也实现了非凡的增长。1913年，美国的股票市值和银行存款的比例大致是1:1，将近100年之后，1999年，美国股票市值和银行存款的比例是9:1，也就是说，在这100年中，随着它推动美国经济的增长，华尔街的规模越来越扩大，同时，这个发展趋势也能够向我们表明，随着人类社会发展的进程，越来越多的资源会走向资本市场，通过资本市场实现市场化的配置，是一个必然趋势。从长期来看，如果法律健全，监管得当的话，资本市场的资源配置方式是优于商业银行的资源配置方式的。

提问：在当今世界各国经济体相互博弈的过程中，资本市场能够发挥什么样的作用?

世界银行将一些主要国家1975～2000年的经济发展数据汇总整理后，发现在1975～2000年之间，国家的经济有一个基本的规律：凡是资本市场比较发达的国家，它的经济可持续发展能力就比较强；凡是资本市场发展比较落后的国家，它的经济可持续发展的动力是不足的，而且我们还可以看到25年之间，两者之间的差距是越来越大的。所以在几十年的发展过程中，一个国家资本市场的发达程度、规模和效率决定着经济可持续发展的能力，在历史上这个规律被反复地验证。

如果我们观察一下在1913～1918年这5年中，英美两国之间发生的转换，大国交替这么一个事件中，我们就可以清楚地理解这一点。在1913～1918年之间的5年之内，英国和美国之间发生了3件事情，第一就是纽约交易所的规模超过了伦敦交易所，随即，纽约超过伦敦成为

全球第一大金融中心，因为纽约有了最大的市场，所以更多的资金到了那里。在同一个历史瞬间，美国人均GDP超过了英国，美国真正的从实力上超越了英国。我们可以看到，在这个历史瞬间，实体经济和虚拟经济的相辅相成的关系是一目了然的。也就是说，虚拟经济对实体经济有非常强大的推动作用，实体经济和虚拟经济也是相互不能分割的。

同样，在过去的100年中，一些大国之间的竞争和博弈也跟资本市场的发达程度是息息相关的。大家可能不知道一个事实，在1913年的时候，当时在北美和南美，同时都有一个大国，它们的实力不相上下，在北美就是美国，在南美就是阿根廷。这一年，美国的人均GDP是5 000美元，阿根廷的人均GDP是3 800美元将近4 000美元，从自然资源，尤其是人均自然资源来看，阿根廷也不逊色于美国。但是100年之后的今天，美国的人均GDP已经超过了40 000美元，阿根廷的人均GDP只是增长到6 000美元，而且是南美相对来说比较贫穷的国家。这背后有很多的原因，其中一个很重要的原因就是美国建成了一套以市场为主导的一种金融资源配置的方式，以华尔街为代表的市场化的金融体系推动了美国经济实现了非凡的增长。而在南美的阿根廷因为没有能够建立起有效的经济和金融体系，没有能够持续地推动经济增长，所以，今天阿根廷跟美国已经不能够同日而语了。

过去的30年还有一次大国间的竞争也是一目了然的。我们可以看得非常清晰，在“二战”结束以后，欧洲和美国都是实现了快速繁荣，迅速地恢复了经济，它们背后的推动力就像我刚才讲到的一样，主要是初级消费的拉动和制造业的增长。但是走到20世纪70年代，欧洲和美国的经济都陷入了瓶颈，历史上称为“经济滞胀”。同时陷入经济滞胀的欧洲和美国，美国率先走了出来。刚才我们提到，美国在70年代以后，它的高科技发展日新月异，不断地出现、涌现出各种各样新的科技产业，也引领了全球高科技的浪潮，而欧洲相对来说这方面就比较落后。2007年欧盟发表的《欧盟竞争力研究报告》承认，欧盟在科技研发和创新能力方面落后美国28年，英国的撒切尔夫人，在很早的时候有一段评论，她说欧洲在高新技术方面落后于美国，并不是由于

欧洲的技术水平低下，而是因为欧洲在风险投资方面落后美国10年。也就是说撒切尔夫人认为，欧洲的高技术落后于美国，并不是欧洲的高技术落后，而是欧洲的金融体系落后。也就是说，欧洲以风险投资和资本市场为代表的直接融资体系不够发达。

今天再来看一下美国的硅谷和美国高科技的发展。我们会发现，实际上高科技公司的很多重要的岗位都不是美国人。有数据表明，今天美国高科技产业中72%的研发人员出生在发展中国家，也就是说在美国这样一个全世界最强大的高科技国家，组成核心竞争力的很多人都不是美国人，甚至不是英国人不是德国人，他们很多都是中国人、印度人，或者是其他发展中国家的人。也就是说，美国提供了一个强大的机制，把这些高科技产业的一些主要的元素，不管它是专利也好，科技人才也好，组装在一起产生了这些高科技公司。

对今天的中国来说，这有非常重要的借鉴意义。实际上，对于我们来说，所有的这些其他元素，我们也都有，我们需要能够建立一个这些科技元素和科技人员跟资本市场对接的机制。这个只能够通过我们努力去发展我们的资本市场来实现。

刚才讲了很多过去100年中大国之间的竞争，大国之间博弈的关系。我们可以看到，资本市场一直是一个非常重要的高地。进入21世纪之后，情况怎么样呢？我们会发现竞争更加激烈。近年来，我们大家都比较了解的情况就是，全球很多国家的交易所在进行并购。几年以前，德国交易所和美国的交易所都同时向伦敦的交易所发起了收购的邀约，除了扩大规模等一些经济上的原因，非常重要的一个原因就是欧盟和美国都想争夺英国这个金融高地的控制权。我们也看到，近年来很多境外的交易所在我们国内寻找上市资源，资本市场的竞争已经成为了在新世纪大国之间竞争的一个制高点。

2007年的数据表明，全球几大交易所的规模从大到小依次是纽约、东京、伦敦、沪深、中国香港 、法兰克福，我们可以看到它们的背后无非就是美国、日本、英国、中国和德国这世界几大强国的竞

争。也就是说，在新的时代，我们如何去更好地去了解资本市场、把握资本市场、在全球的竞争中占据先机，成为一个非常紧迫的任务。

在前几年，中央电视台曾经播放过一个电视系列片，叫《大国崛起》。我想，如果我们认真地研究过去的几个世纪中大国崛起的情况，我们可以发现有一个基本的规律：只要哪个国家掌握了当时最先进的文化，它就能够迅速地崛起。

比如说15世纪、16世纪，当时的葡萄牙和西班牙是掌握了当时最先进的文化——航海文化，它们船坚炮利，迅速地在全球实现了海上霸权，也就迅速实现了崛起。

17世纪，荷兰掌握了当时最先进的文化——商业文化，阿姆斯特丹成了全欧洲最繁荣的市场。荷兰凭借弹丸之地就迅速成为了当时欧洲最强大的国家。

18世纪，英国率先进入了工业革命，它很快成为了日不落帝国，一个小小的岛国成为了全球最强大的资本主义国家。

19世纪、20世纪，美国掌握了资本市场，它就在华尔街的推动下迅速地实现了经济崛起，成为了全球最强大的经济体。

所以我们发现，任何国家的崛起有一定的规律，就是必须要掌握当时最先进的经济文化。进入21世纪，资本市场仍然是最为先进和重要的经济文化之一，所以我们应该主动去了解它、掌握它，并且使它为我们中国经济的发展提供支持。

中国成为全球资本市场的洼地

还有一个非常发人深省的现象，叫“资本洼地”。在过去几个世纪中，我们发现哪个国家成为了全球的资本洼地，都具备了崛起的先兆。17世纪，全球的资本都流向荷兰，荷兰弹丸之地，就迅速地实现了崛起。18世纪全球资本流入英国，英国也就随即成为日不落帝国。

19~20世纪，全球资本流向美国，美国就迅速实现了崛起。但是我们发现这些国家在崛起中，还有一些很大的不同。也就是说，它崛起之后能不能可持续发展是一个很大的问题。

比如说17世纪，全球资本流入荷兰，由于它缺乏一个有效的资本市场来消化这些资本，结果是资产全面上涨，最后以“郁金香泡沫”告终。18世纪全球资本流入英国，英国迅速崛起成为日不落帝国。但是就像我们刚才讲到的，在1913～1918年之间，当英国的资本市场被美国超越之后，英国就迅速地沦为世界二流强国，而美国依靠它的强大的资本市场一直维持着。相对来说，在过去的几十年中，美国一直维持着相对比较强大的竞争力，它实现了高科技产业的崛起。

过去的15年中，中国正在成为全球当仁不让的资本洼地。但我们也看到，在全球这些大国崛起背后，仅有资本、仅形成资本洼地是不够的，还需要一个强大的资本市场可以消化、转化这些资本，把它转化成为强大的实体经济，才会实现真正的崛起。中国亟需一个强大的资本市场来消化这些资本。不光这些外来资本，还要消化我们本国的资本，实现社会资源的有效配置，推动企业的成长，从而支持和推动中国的崛起。

如果我们深入研究美国的硅谷模式的话，发现硅谷并不是因为它的地理条件如何优越，而是因为它产生了一种资本和科技对接的机制。如果我们在中国的很多地方能够复制这个机制，相信中国也有能力复制硅谷。所以说，资本市场的发展对于今天中国经济转型，对于中国高科技产业的发展至关重要。换一种说法就叫做“与其去复制微软还不如复制纳斯达克”。也就是说，你提供一个良好的资本和对接机制，能够雨后春笋般产生很多高科技产业，很多产业可能不是在你的预料之中，而是要依靠市场去发现、去筛选、去推动成长的。

提问：您刚刚说到虚拟经济是为实体经济服务的。有的观点认为这次美国的金融危机，主要是因为虚拟经济过度发展，它的衰败是必然的，不知道您怎么认为?

祁斌：怎样衡量虚拟经济跟实体经济之间是否达到了平衡？我们从世界经济，尤其是一些发达国家经济发展的历史中，发现虚拟经济对于实体经济的推动作用是非常巨大的。但是，如果虚拟经济的发展偏离了实体经济的需求，也很容易造成很大的灾难。我们看到最早的“郁金香泡沫”，这个非常典型。郁金香的炒作毫无意义，它完全成为了金钱游戏，成为了一场赌博，成为了一个投机，最后它的溃败也是必然。在很多后来的危机中，虚拟经济和实体经济的界限就不太清晰。比如说高科技产业兴起的时候，互联网迅速地形成了一个巨大的产业，当时它的股价是一路飙升。这个时候大家可能对于未来的预期发生了一些不切实际的幻想，使得它的估值严重地背离了实体经济，最后它的失败也是一种必然。但是从这个过程中我们也可以看到，很多互联网公司都存活下来了，经过了市场的淘汰，最后雅虎、谷歌、亚马逊等高科技产业的领军企业成长壮大起来了。所以在这些危机中，我们就没有那么容易、清晰地看到它们之间的界限。其实资本市场本身就有效地利用人类的本性，比如对财富的追求、对自身利益的维护，然后把它们组织起来，变成了社会前进的动力。

在这个过程中，很自然地，人性的一些特点或者弱点也会表现出来，所以我们在分辨这些虚拟经济和实体经济之间的平衡配比的时候，我们应该想办法去克服人性的一些弱点，不让它过度贪婪、不让它过度的丧失理性，我想有几个方面是应该注意的：

第一，投资者应该有比较强的风险意识。也就是说，我们刚才讲到，自己对风险的判断，不光要基于对未来美好的展望，同时应该回归到一些基本的常识和判断。

第二，金融机构一定要加强风险控制，也就是说，如果金融机构，大型的投资银行、大型的商业银行，它的破产或者出现大的问

题，对社会的打击是非常广泛的。

第三，一定要加强监管。这次危机过程中，有很多金融机构的从业人员，其实他们也不是对风险完全不了解，他们可能也觉察到了风险，甚至很多时候知道这个产品质量是比较低劣的，但出于一种同行的竞争或者压力还是去推销给投资者，这个时候必须要有外力来对他们进行监管。这就是为什么金融或者资本市场要有监管，因为在市场上的每一个人都是想办法寻求自己的利益，而且都是想办法去以最小的成本获取最大的利益。所以我们讲监管的环节是必不可缺的，而且监管要不断地提高、不断地进步。所以这次金融危机给我们的警示就是加强监管，这是一个永恒的主题，但是监管和市场的发展之间又有一个平衡点。

我们看到很多市场，比如说像日本的市场、东京的市场，它因为在某种意义上是监管过度，所以金融创新的速度也是比较慢。也就是说，如果一味地去管制这个市场，就会使金融创新速度非常慢，整个资本市场的发展就比较落后。现在全世界都公认东京的市场虽然有很大的规模，但却是全世界最没有活力的市场之一，我们也不希望这种情况在中国发生。我们应该去想办法找到鼓励创新和加强监管的一个平衡点。

提问：对所有的投资者来说，利益是他们关注的焦点。在利益最大化的前提之下，人们的贪婪是很难避免。我想知道在您看来，华尔街以后还会不会再犯类似同样的错误?

祁斌：华尔街在过去的二三百年之间小的危机有几百次，大的危机几十次，就像我们刚才讲到的一样，很多危机是以不同的面目出现的，但是本质上都是一样的，都是人类对财富的追求，最后变成狂热，然后非常贪婪，然后是理性的丧失，然后是羊群效应，然后是泡

沫的破裂，然后大家集体大逃亡，谁也不等谁。这个过程不断地在重复。

但是华尔街还是不断地在进步。我们可以看到美国前100年缺乏法律的约束，上市公司竟然可以不披露的财务报表，这样的话，肯定难以为继，所以经过了19世纪末期经纪人的革命，强迫上市公司去公布财务报表，而且必须要公布真实的财务信息，就取得了很大的进步。从那之后，所有的上市公司都必须要公开披露信息，必须要去选择第三方进行审计，但这并不代表它就不会产生新的问题。比如2002年，安然和世通还是会利用财务的作假去欺骗投资者。

但是我们可以看到，毕竟人类翻过了这一页，今天所有的国家都知道上市公司要披露信息，而且要做真实的披露。市场永远是发展和演变的，也会有很多新的领域，而且人类也还会不断地重复自己的错误。但是，我们希望对中国，能够看到华尔街在发展中的失误和教训，我们借鉴之后，可以做得比它更好一点，这是我们的期望。

提问：美国的本土居民和华尔街专业的金融人士对于这次危机所造成的后果有什么不同的看法?

祁斌：我看到最新的消息说，高盛要裁员10%，可能很多别的公司会更多一些，我想对这些金融人士来说，这是一个很大的考验，他们受到的冲击可能是最直接的。

其实在美国，普通民众对华尔街的看法一直有非常大的分歧，尤其是美国一些制造业，他们认为华尔街上的是不劳而获的一群人。传统的投资银行去做承销、做经纪，它认为这个利润不够高，后来采取了一些非常激进的商业模式的转换。但即使这些利润，相对于很多其他产业来说，也是非常高的。从历史上看，很多时候华尔街发生了很

大的危机之后，美国的普通民众是不太理解或者不太同情华尔街的。但是，通过我们前面的分析，我们也可以看到，华尔街在推动美国经济社会发展和成长的过程中，起到了非常重要的作用。而且，实体经济和虚拟经济之间的纽带关系已经是牢不可分，也就是说，当今天华尔街出现危机的时候，不光是华尔街的专业人士，就连美国的实体经济也受到了很大的冲击。所以，我们一定要去全面客观地认识资本市场在一个国家经济发展中的作用和意义。当然，华尔街在过去的十几年中的一些做法，比如说它过度激励，比如说它的短期行为，比如说它高杠杆化等等这些，是肯定要受到一定的修正和制约的。

提问：现在有些人认为我们现在是抄底华尔街的好时机，我们应该购买一些优势的金融资产，针对这样的观点您持怎样的态度和看法?

祁斌：我想对于金融机构购买、参股等形为，它是有非常复杂的、一整套的考虑，很多国家对于这种金融机构的参股甚至控股都有一定的限制。

但是我想从另一个角度来讨论回答你这个问题，就是我们刚才最开始讲到的，华尔街它是一条小街，真正意义的华尔街是美国整个资本市场的规模，实际上真正的华尔街是华尔街上的这批专业人士，数量是30万人。也就是说，当每天黄昏这些人离开的时候，华尔街就是一座空城。所以说，一个国家的资本市场、一个国家的金融服务业，最核心的是它的人力资本。我们一方面应该密切关注这次金融危机和国际金融体系演变的格局；另一方面，我们也应该加快资本市场的建设，加快我们人才的成长和人才的引进。

我在周末去参加美国这次金融研讨会的时候，看到几乎在华尔街上的所有中国人都在想着赶紧回国，所以我想这应该是一个很好的机会，我们把一些华尔街的专业人士，尤其是有中国背景的专业人士引进到我们国家的资本市场中，让他们来一起推动我们资本市场的发

展，推动我们市场在国际上形成比较良好的竞争力，这应该是一个机遇。

提问：经历这次金融危机之后，五大投行有的破产，有的转行，也有的被收购，经历这次金融危机之后，是不是美国经济或者说华尔街的黄金时代就真的一去不复返了呢?

祁斌：实际上我们在反思这次金融危机时，发现并不是投资银行业本身出了问题，而是投资银行偏离了投资银行业务，也就是说，当它脱离开自己最核心的和最重要的业务的时候，它就面临了非常大的风险，所以未来投资银行业的发展还应该回归到它最核心的主要业务或者说应该以这个为主业。

至于说华尔街能不能够从这次危机中走出来，我想，很大程度上取决于他们变革的速度，取决于各方面制度的改进，包括金融风险控制的加强等。如果说这些制度的改革能够比较快、比较有效、比较深刻的话，有可能它会相对较快的走出来，如果说这些变革没有真正做到的话，那可能会有一个更加漫长的时间。

在当今世界经济激烈竞争的格局下，资本市场已经成为全球各国竞争的一个战略制高点，因此我们应该更好地去认识资本市场、去把握资本市场、去善用资本市场，把它建设成一个高效、强大的资本市场，来推动中国的经济的发展和中国经济的崛起。

中国证券公司向投资银行发展

中国投资银行行业的现状应该用孙中山那句话“革命尚未成功，同志仍须努力”来形容，路非常长。中国证券行业跟着中国资本市场发展已20年了，从1988年到现在，走了资本主义世界上百年的路，现在市值已很大，沪深两地交易所的市值基本上超过日本，现在成为仅次于美国和伦敦交易所的市值，而且目前发展的空间还是很大的。

为什么说路很长呢？中国投资银行各方面法律的基础设施还不完善、人才还很缺乏。包括投资银行、证券公司、基金管理公司，现在都是发展非常快的。我们自己感觉到，中国的资本市场和整个行业在发展的过程中，由于发展时间很短、发展又很快，所以还存在着非常多的问题。

中国证券公司向投资银行发展

中国的投资银行现在基本上叫证券公司，有一定的投资银行功能，证券公司主要的功能就是几大部分，一是一级市场的承销，包括承销股票、承销债券，属于投资银行一个主要的功能。现在大家可能知道，随着改革开放，原来很多大型的企业，像工商银行、中国石油、宝钢、鞍钢这些大型的国营企业，原来也希望到资本市场融资，但是那时候中国资本市场的规模很小，很难融到所需要的资金，特别是银行有一个资本充足率的要求。现在中国资本市场的规模是相当大的，10～15年以前要看规模，根本不能想象中国资本市场的吞吐量有多大。包括2009年刚刚发行的世界上最大的一笔IPO的中国建筑，是国内很大的一个工程承包公司，在中国纯粹是国内的IPO，一次性募集超过500亿元人民币，差不多70多亿美元，一般在国外也不是在一个市场上能很快融到的。现在中国资本项下还没有开放，人民币还不能自由兑换，在这种情况下，可见中国的流动性有多么大。中信证券最近承销了一个世界上第二大的IPO，2009年，200多亿在国内发、大约200亿在香港发，目前规模很大。目前整个证券行业，它的总资产也就

是1万多亿。中国的金融体系主要仍然是银行，这是最大的一块，如果从资产量来讲，占到整个银行的95%以上。

第二是保险业。现在整个保险的总资产是4万～5万亿元，最小的应该是投资银行，总资产大概不到2万亿元。2008年共有106家证券公司，净资产为1 200亿元，现在增加了很多，包括正在路演的招商证券，陆续都在上市，目前上市的证券公司已经超过5家。从IPO上市的证券公司，如果算上招商证券，很快还有其他的证券公司陆续上市。一个证券公司最大的一块应该是经济业务，大家做股票或者债券的投资，应该要有一个账户，做这个交易中间人得通过证券公司。

第三是证券公司的主要业务就是自有的资本金。比如中信证券应该是现在全国最大的证券公司，自有的资本金差不多600亿元，这么大的一笔钱，除了它设营业部、办公用以外，需要一个很大的流动性，比如说万一承销失败怎么办。我们自己也感觉到实际的例子有很多，几年前中国国航回来做IPO的时候，当时市场非常不好，当时面临着非常高的风险，市场上要求你卖的价钱已经确定了之后，市场不接受，剩下的余额证券公司就要用自有资本包销，剩下多少包多少。

第四是资产管理。目前发展也比较快，实际上这是帮人管钱，也是证券公司发展比较大的一块。资产管理还有其他的，对证券行业来讲还有基金管理。现在证券公司业务逐渐开始多元化了，包括证监会2007年以前批的中信和中金公司直投业务，在公司还没有正式上市之前先投进去，等到公司上市之后从中退出。大家可能没有注意到，最近刚开了创业板，现在发现很多的公司，还有一些个人，在公司发展的初期做了一些投资，现在投资上市之后应该发了大财了。

中信证券是1995年成立的，1999年从中信集团的全资子公司变成了股份制公司，从一家股东或者有限责任公司变成了股份公司，当时我们到社会上募集，那时候叫私募，就是说我不是向所有的老百姓，而是向机构去募资，当时中信证券募资的股票是“法人股”，就是法人机构持有的股票，当时是1□6元钱，募完了以后中信证券上市，中信

证券股票曾高达120元，那个时候除了分红以外，上市会带来很大的资本差价，资本增值是非常厉害的。现在从直接融资的角度来看，证券公司逐渐向投资银行的方向发展了。

中国证券公司与国外投资银行的区别

我国证券公司和国外的一些大的投资银行相比，有几个很大的区别，中国的证券公司在很大程度上是用净资产经营，现在基本不负债。现在总资产大概2 000多亿元，净资产大概600多亿元，总资产概念可能大家都知道，那边是负债的这边才是资产，如果负债和资产，资产就是你可以用的，但是中国的证券公司的资产是不能用的，因为2 000亿元和600亿元之间的差，大量的是股民的保证金，这是不能动的。以前有很多人动用了保证金，2001～2005年大量的公司倒闭了，很大程度上就是挪用了客户的保证金去做房地产、炒股票等，最后还不起了，就倒闭了。

高盛、摩根士丹利这种大型的投资银行，金融危机时面临着很大的问题。贝尔斯登、雷曼兄弟为什么垮掉，也是杠杆用的太大了。美国的投资银行，最高的时候杠杆已经超过20倍，就是说用1元钱的资本金做20元钱的事情，如果股票市场或者整个经济形势没有发生大的变化，大部分是用回购的方式来进行负债的。回购实际上是非常短期的东西，如果一旦发生了市场大幅度的波动，接不上到期的钱，比如说7天回购，到7天融不到资就出现了很大的问题，贝尔斯登和雷曼兄弟很大程度上都是这么倒台的。当时雷曼兄弟垮掉的时候我正好在欧洲，可以感觉到形势很恐怖，当时如果美国不出手直接救其他大的银行，我估计每一家都不能承受，因为杠杆率太高。

按道理，作为一家金融机构，如果资金效率使用比较充分的话，是不能够完全靠资本金来活的。中国的证券公司为什么回报率不高？很大程度上是因为完全没有杠杆。一般来讲，证券公司的回报率，要用净资产做到10%～15%，如果加上杠杆，正常情况下投资银行的回报率应该能到20%～30%左右，它的回报率应该是比较高的。但是现在中国证券公司的回报率越来越低，其中的原因从营业范围来讲太窄了，这是一个逐渐要开放的监管问题。从证券公司本身的角度上来

讲，就是杠杆相对来说太长，所以我们现在也希望能够跟证监会要求，能不能使中国的证券公司杠杆化相对小点儿，因为现在基本属于零杠杆，比如说能不能达到5倍的杠杆或者10倍的杠杆，逐渐使它能够利用杠杆来做事。国内的银行，比如工商银行，有3千亿元的资本金，近10万亿元的总资产，也必须得利用杠杆。保险也一样，所以在这种情况下，我们一直希望证监会能够让证券公司在正常市场的范围内运转。

这就是资本市场的概念。我估计大家应该都比较熟悉了，1990～2009年第三季度，非金融机构累计的融资新增的信贷，股票、债权融资分别37万亿元（存量）、2.5万亿元和2.9万亿元。这显示了直接融资和间接融资的比例，现在中国的融资主要是靠银行，占了8.7%，股票融资占了6%，债权融资占了7%，股票和债券基本属于直接融资，只占了13%。贷款占的量就很大了，中国的债券市场的规模，如果从直接融资的市场规模来讲，债券市场远远低于股票市场，像美国债券市场和股票市场的关系应该是3:1的关系。

中国是股权文化很弱的国家

中国的融资结构存在很大的问题，因为从中国的历史来讲，10年、15年以前，应该说没有股票的20年以前，基本上学校没有证券市场或者投资银行、资本市场的学科，在社会上也没有这个职业，所以当时中国实际上完全靠银行来做事情。从金融体系来讲，中国的企业负债率太低，基本上是给银行打工，因为基本上没有资本金，项目确定下来后，银行的钱就到了。中国两次大规模的银行坏账重组，包括1997年第一次金融危机以后，建立了四大资产管理公司，那次剥出来大概有1.4万多亿元，后来进行第二次银行体系改革的时候又剥出了1万多亿元，加起来共有近3万亿元、4万亿元的银行不良贷款，实际上就是当成中国工业体系改革或者实业改革的资本金。中国是股权文化很弱的国家，直接融资是很弱的，主要是靠间接融资，日本相对来讲也是这样。

股权文化最强的国家应该是美国，现在咱们国家存款几十万亿，但是目前基金规模不到3万多亿元，大概就是1/10左右，美国基金的规

模，大概20世纪90年代末期已经超过了存款，变成了最主要的资金来源之一。美国的股票市值非常大，咱们国家的银行一笔5年期的贷款，从开始贷一直到5年后收回，在美国已经完全证券化，没有一个贷款能够100%的拿到到期，基本上就是打包以后迅速在证券市场卖了。

中国有一个很大的问题，这个问题会影响到中国的资本市场，甚至我认为可以影响到国际资本市场。举个简单的例子，2009年我国新增贷款10万亿，这是估计，10万亿的概念是什么？银行要有资本充足率，如果按8%来算，10万亿的新增贷款需要84亿的资本金。2007年是中国股权市场融资额最高的一年，达到6 600亿。现在看这个数字觉得很可怕，仅银行就到资本市场吃掉8 000亿融资。因为现在我国第一轮银行改革基本上已经到位，工商银行，中国银行、建设银行，包括中信、广发、浦发，这些银行业变成了上市公司，但是上市时间并不长，第一轮拿到的资本金已经远远不够了，基本上已经消耗掉了。银行业从2009年的下半年一直到2011年，会有大规模的第二次融资。包括工商银行一年就新增1万多亿，减去了800亿，很容易算出来，一年新增就需要这么多钱。所以资本的消耗太大，为什么？就是因为它把所有的贷款都压在资产方向上，没有把一部分贷款迅速地移到表外，变成证券化的产品。

这是很大的一个问题，这个问题不解决银行要么不贷款，要么就去融资，没有其他路可走。所以在这种情况下，资本市场必须得有创新才能解决这个问题。实际上2009年间接融资比例很可能会到达90%，直接融资比例相对来说更低了，这个比例是非常不合适的，要改变这个比例就要大力发展股权融资市场，咱们国家股权融资现在叫资本市场，另外要大力发展债券市场，这些东西现在的空间是很大的，因为我国银行机构、个人存款应该超过50万亿。中国储蓄率在全世界应该算是最高的，大概达到50%。从银行的角度来说它很健康，中国的银行大量都是存差银行，就是说，1元钱的存款大概只能贷60%，剩下的40%，一部分要上交到中央银行，还有一部分作为风险资金。美国的银行基本上是1元钱的存款贷出去8毛钱～9毛钱，欧洲的银行1元钱的存款要贷出去1□1元～1□2元，所以欧洲的银行风险是最

高的，因为资产负债表很弱，资本金和贷款的比例差得太远。当然这一次金融危机是由美国引发的，就是过度的使用了金融业整体，把表外移出的这些东西进一步证券化，衍生、再衍生，衍生的东西一定有一个实体东西在支撑，到最后衍生到已经没有或者根本找不到那个东西了，出现问题了，多米诺骨牌就会发生效应。

中国资本市场正在融入世界经济

应该说，美国金融体系还是有一定的道理，整个发展过程中，美国的管理比中国的管理可能更松一些，但是从美国金融体系的历史来看，它的活力要比中国大。现在很难说谁对、谁不对，中国的市场也可能这次没有踏到金融风暴里，比如再过10年、20年、30年，回过头来看才可能有比较好的评判。因为我们自己感觉到，美国的金融发展史波动很大。《伟大的博弈》很多人都看了，美国的金融体系从乱七八糟到逐渐有序到现在相对来说比较有序。咱们国家一开始也是很乱，到现在比较有序，别说上市公司，证券公司也是很乱的，到现在为止还有很多事情是待处理的。

我之前讲到，上海交易所和深圳交易所的融资额最高的一年是6 000多亿，这里写的差不多有8 000亿左右的融资额。从中可以看出，证券公司所依赖的一些生存条件，也是主要的收入来源，一是一级市场的承销，就是挣承销费，证监会有规定，承销费占整个承销金额的1□5%～3%。比如最近招商证券上市了，高盛高华作为他的主承销商卖他的股票，现在在路演，不知道最后定价多少，比如卖100亿，最后的谈判结果是，你帮我卖100亿，我给你1%的佣金，那就3个亿。第二个收入来源比较大，炒股票得到证券营业部去，这里面也有一个手续费。第三，刚刚说的自营交易，利用自己的资本金进行差价交易，我5元钱买的最后卖到10元，5元钱的差价就是证券公司的收益。第四，帮助人家资产管理，也收取一定的手续费和业绩分成费。比如PE资金，收取管理费和业绩费。这些合起来就变成了证券公司的收入来源。

证券公司是很关注市场的，承销有承销的市场，经济有经济的市场，因为这个东西都是很透明的，比如说哪家公司上市了，一定要在报纸上刊登出来，谁是他的承销商，而且向证监会报的时候甚至都要

把费率正式报给证监会。现在整个在一级市场上的主要产品，比如说新的公司上市，比如可转债、可分离债、再融资市场，比如说有公开增发，面向老百姓的，也有定向增发，比如证监会规定这次增发，比如当年中信证券承销的万科房地产，就是向10家投资者增发。如果增发100亿，一家就10个亿，得向10家机构投资商进行增发。也可能对某一家，比如中信证券2006年的一笔，对中国人寿一家发了10亿，50亿发满，目前市场上产品已经越来越多了，给发行体更多的选择，资本市场上有越来越多的原则。这样就给发行体，就是工业企业、金融企业更大的灵活性，使其在融资的规模、时间上进一步的市场化。

比起20年前，现在中国的资本市场，一是规模更大了，一是相对来说更方便了，整个国家的资本市场，从一个很小的，大家谁也不太关注的市场，跟着整个国家经过几年的发展，目前是一个不可忽视的市场。虽然咱们的资本项下还不能自由兑换、不能自由进出，人民币还不能自由兑换，现在中国的股票市场如果某一天发生比较大的动荡，对整个世界金融市场都会产生比较大的影响。2008年中国的股票市场有几次大跌的时候，对伦敦市场、纽约市场都有很大的影响。上海交易所和深圳交易所开盘之前，大家一定会关注纽约市场前一天收盘的情况，如果纽约市场收盘跌幅比较大，中国10次大概有8次都跟着跌得比较厉害。中国资本市场也是随着整个国家经济逐渐融入到世界经济当中，这一点我们自己感觉到很明显。

当然也有直接的，现在逐渐允许QFII，国外的投资者能够逐渐来到中国来买股票，国内从原来100亿美元的QFII额度现在已经上升到300亿美元，这个数字可能越来越大。越来越多的外国机构投资者也在打包中国的ETF，中国的老百姓也通过QFII的项目把美元资金打包出售到国外，在中国香港市场或者在其他的美国市场上进行投资。所以现在双方，你中有我、我中有你，在这种情况下，中国逐渐融入进来。包括证券行业像中金公司，当时为了做试验，摩根士丹利和建行进入中金公司，现在越来越多了，高盛也进来了，UBS也进来了，瑞信也进来了，德意志银行业进来了，他们不仅仅进入到中国的商业银行市场，已经陆续进入到中国投资银行市场。由于有了这些外国或者

合资的证券公司竞争，现在中国的证券公司，竞争的档次迅速提高，我觉得这不是一件坏事。中国的证券公司要在管理体制、薪酬机制、后台管理、风险控制等大型的背后支持系统向国外的证券公司学习，从中信证券角度来讲，现在和其他大型的证券公司，特别是合资证券公司的竞争，使得中信证券的能力越来越强。所以越来越多的证券公司，无论中国的、境外的，都在中国进行竞争。

机构投资者越来越多

基金在中国发展是非常快的，基金公司叫机构投资者。现在中国证券市场基本上大概念是一半一半，就是散户一半、机构投资者一半，机构投资者越来越多了，市场份额逐渐在扩大。国内大概有100多家基金管理公司、几百家基金，整个基金净值的规模大概超过3万亿，10年以前发生了很大的变化，10年以前基金公司刚刚成立的时候规模很小，炒作的气氛非常重。但是3万亿的规模起着中流砥柱的作用，机构投资者在二级市场上没有那么明显，但是在一级市场是非常明显的。有了大规模的机构投资者，才使得我们这么大规模的国家大型企业变成这样的公司。

当时很多人都说为什么这么好的公司都跑到外国上市了，比如像中国移动、中国石油，为什么不能在中国上市？当时我问中国移动的老总，他说我自己也希望能回来，但是回来谁买得起中国移动，一次性发行可能就200亿，那时候中国发行一两个亿对市场影响都很大。他也说了，我记得当时朱镕基总理说要考虑进行中国移动的单向收费，单向收费对老百姓肯定是好事，当时我记得这个消息一传出去，中国移动在香港的股票大幅度暴跌，如果单向收费，肯定香港那边的收费就没有了，收益肯定就下来了，后来又辟谣说没有这个事情。这种事情使我们自己感觉到能不能考虑逐渐让更多的企业回国，当时所有的红筹、蓝筹，只能到国外上市，由于中国资本市场慢慢长大了，上市企业陆续回来。我们在2006年、2007年、2008年，大规模的都回来了，中国银行、工商银行、建设银行、中国石油，对国民经济产生重要影响的企业陆续都回来了。我觉得在很大程度上，机构投资者起了很大的作用。

股份制改造以前，2001～2005年，当时中国的证券市场出现了很长一段时间熊市。那个时候每天的交易量大概也就是100亿元人民币。深圳交易所和上海交易所，两个市场加起来就100亿元。现在每一天，如果要低于1 000亿元，就感觉到市场已经是非常差了，一般来说基本上保持在2 000亿元。所以当时很多的经纪业务都面临着亏损，现在的经纪业务虽然佣金市场在大幅度的下降，原来千分之三的手续费现在基本上降到千分之一左右了，但是由于是巨大的量，所以现在大部分营业部还保持着非常好的状态，我估计最后的佣金率还会进一步下降。

买方的创新业务——投资银行，英国叫商人银行、美国叫投资银行、亚洲叫证券公司，投资银行的概念实际上就是说一两百多年前，有一帮人在那做交易，为了使货物之间有比较好的流通，这一批人不仅交易股票，还交易很多东西，在这里逐渐形成一些专业化的小公司，比如像美国的高盛，雷曼兄弟，像原来的所罗门兄弟，这些公司基本上都是用合伙人制度，就是说咱们俩合伙，出点儿钱弄个小股份公司，开始做生意。大部分人都是来提供服务挣取佣金的，这种东西就形成合伙人来做这个事情，你也做这个事情、我也做这个事情，既当老板又当伙计。业务量逐渐就越来越大了，盈利以后分红给合伙人，合伙人离开这个地方原来的就可以拿走。

到了20世纪70年代，交易功能越来越强大，交易就需要提供一些资金了，另外就是承销、包销的时候需要大量的资金，因为你的合伙人进来了，你得拿钱，合伙人走就把钱拿走，这样股本金非常不稳定，所以必须得保证一个稳定的资本金来源，20世纪70年代美林证券逐渐变成上市公司，摩根士丹利也变成上市公司，当时高盛也考虑上市，但是大家都怀疑上市之后合伙人文化能否保持，变成上市公司最重要的是要挣钱，但是高盛引进了美国住友，作为私募一大部分，也是一个比较稳定的资金。现在高盛已经是像银行一样，不能算一个证券公司、投资银行，已经算一个交易型的基金了，一切都可以交易。所以在这种情况下，我们要将买方和卖方慢慢地分开，原来大部分都

是去提供服务赚钱，结果后来有一部分交易可能赚更大的钱，冒险赌对了方向会更赚钱，实际上证券公司大的文化就是在交易员和投资银行家之间。现在中信证券也在考虑这600亿元的现金怎么用，是放在银行或者买国债拿2%～3%的利息，还是进行大规模的交易挣资本利差，但是前提条件是风险控制机制必须做好，所以只是单投，比如像2008年从6 000多点跌到1 800点，就没有人能够挣钱，全部都输钱，只不过是输多输少的问题。资金多了，就需要找出路，买方自然形成，所以衍生工具也出来了、期权也出来了、期货也出来了，这些东西都给买方造成了很大的交易，同时也带来了风险。

中国的证券公司所谓的创新太少，美国那边所谓的创新太多，所以这些东西需要有一定的综合，但是有一条，根据我们十几年的经营情况来看，要和美国这些大的投资银行，甚至所谓的全能银行，像德意志银行、UBS（瑞银）竞争，最起码要知道人家在做什么、是怎么做的。最起码要知道美国，比如说当时搞垮中信泰富累计期权是什么东西，人家告诉你说你买这个产品，你都弄不清楚这个产品，肯定投资银行过来说这个产品多好，结果你买了，不仅仅中信银行一家，多了好几十个亿，现在在跟高盛打官司。国外把衍生产品发展到了极致，高盛两三万的高级科学家帮它们在算这些东西，我们怎么能算得过它们。

现在中国的投资银行最大的问题就是面临着产业升级。中信证券做了一些调研，2008年中国投行的总收入只占全国GDP只有0.4%，比美国落后了差不多30年。结构方面也发生了巨大的变化，1967年美国投行的经济收入中，替人代理买卖交易占了63%，中国的证券公司一般都在60%。现在一般小的证券公司一般80%～90%，甚至100%。

股市1969年进入萎缩以后，美国市场投资银行大量倒闭、大量收购和兼并，20个世纪70年代初，高盛在美国投资银行界排不到前10名，现在已经无可比拟的是全世界第一名了。实际上从2006年，中国的证券行业也经过了很大的重组，2001～2005年大概关闭了近50家证券公司。监管的主要变化，一个是加强监管、手续费降低并且自由

化，投资银行从20世纪70年代逐渐上市，卖方驱动的市场转向买方驱动的市场，有钱就开始做自营了。投资者大规模的发展，发展到20世纪70～90年代，基金的总量已经超过了存款，证券化大面积启动。国内21世纪以后全面监管，手续费自由化，2001年、2002年没有手续费了，原来是3□5‰，现在一直在缓缓地下降。证券公司上市，中信证券上市后，买方对市场的驱动也逐渐加强，因为现在上市公司越来越多，大规模的基金开始发展。

面对机构投资者的时代，美国投资银行的对策，70年代建立营销体系，充实资本金。在创新的时代，比如说花旗银行未来可能要发100亿，但是它不一次发，分三次，向美国的监管会申请以后，只要批了一个，剩下的第二个、第三个不用再怎么批了。

产品创新逐渐构成。包括垃圾债、IBS、杠杆收购，逐渐以客户为导向，就是一开始在前面问你有什么需求，后面创新一批产品，有IPO的、有发债的、有直投的，一系列的产品都跟着投，就是所谓综合性的服务。美国的证券公司基本上分三四级，并且扁平化，从你研究生毕业到VB再到管理者，就这么三四级，没有太多的像商业银行一层一层的。现在中国大规模的建立营销体系，中国证券公司大量的加强研究，包括中信证券也是，现在应该是全行业最好的，我们现在研究员覆盖了大概五六百家上市公司，当然覆盖得还不够，100个研究员。大宗交易现在已经开始了，原来可能有的人卖100股、200股，现在有可能在一笔交易中一次性卖几十万股。资本金，无论私募、公募都在做。

中国证券市场和美国投资银行升级的缺陷在哪里

美国证券市场经历了加强监管——放松监管——加强监管，现在又开始加强了，20世纪70年代监管很严格，后来美国克林顿通过了一个新的法案，美国逐渐地放松，同时流动性开始泛滥，就是格林斯潘当政那段儿，现在又开始严了。中国的市场经过了监管、适度放松的过程，现在经过综合治理，中国的证券市场发生很大的变化之后，逐渐地正常运转了，我们现在逐渐地适度放松监管。机构投资者从零基本上达到了50%。

中国投资银行实际上面临着很大的升级，从1967～2006年，差不多30年左右的时间，美国投行的收入从40亿美元增加到4 368亿美元，其中经济业务收入增加18倍，比重从30%下降到12%。整体大的蛋糕增加了100倍，但是经济业务贷款增长了18倍，增长最快的基金销售增长了241倍，包括证券公司、银行都在销售基金，资产管理增长了158倍，按揭利息增长了68倍。原来中国的证券公司只能提供一些通道，现在开始向更广义的资本市场产品提供服务了。

中国的证券市场和美国的投资银行如果升级，缺陷是什么？和美国相比，中国的证券公司营业范围太窄，需要大力拓宽，美国的投资银行太宽，得适度地收窄一点。中国的证券公司太小，跟银行相比只是银行的1/10，美国的投资银行大概是银行的1/2，规模是很大的，比如摩根士丹利、高盛，现在摩根士丹利、高盛已经转为商业银行了，当然从事的银行业务和真正的像花旗、美林还不太一样，但是按高盛2008年转到银行控股时候的规模计算，总资产应该排到美国的第四位。杠杆比例，一个是中国这儿太低，不到1倍，美国达30倍，现在需要去杠杆化。像美国这些大的投资银行，包括像华旗集团、J□P□摩根，实际它们也是把杠杆逐渐从20倍降到10倍左右，现在高盛、摩根士丹利已经从差不多近25倍杠杆率降到了14倍左右。中国证券公司创新不足，美国的创新却过多。监管环境，中国太严，美国太松。中国目前金融市场的情况，新兴加转轨，还具备发展很好的前景，现在美国的投资银行就比较发达，主要是美国的投资银行已经是真正的国际化了，像高盛超过一半的收入已经来自非美国业务，就是在美国以外。在中国，中信算国际业务比较好的了，整体国际业务收入不到1%，现在差得好像还是很远的。

传统业务，因为竞争太激烈，所以逼着大家得逐渐地往上走。

我们做了一个表，境外投资银行业务线和业务链的演化，基本的概念就是说，摩根士丹利20世纪50～70年代业务量从那么小扩展到这

么大，这里举的是摩根士丹利和野村的例子。作为一个证券公司它怎么做的，远远地超过了中国的证券公司想都不敢想的东西。

在中国，最近国家也想了很多的办法来丰富资本市场的产品、功能，包括最近创业板开了，使得中小企业融资困难问题得到一定的缓解。实际上，资本市场在很大程度上逐渐弥补了一部分银行业务，中、农、工、建几个国有大银行，很难去覆盖几百万家中小企业融资问题，在很大程度上必须多种服务能够跟得上去。在这种情况下，我觉得中小板的小额融资也得跟得上去，当然我不能说创业板能解决所有中小企业的融资问题，但是可以是对贷款很好的补充。

国际板也在做，我理解国际板的概念，就是使我们国家的资本市场逐渐优化，随着中国进一步发展，特别是大型的跨国公司有相当多的业务在中国，比如像可口可乐、IBM、微软，有相当多的业务在中国。为了使它们的产品品牌进一步让大家知道，上市是一个很好的渠道，因为上市可以省掉很多广告费用。最近我们也是到全球做了一定的调研，发现有相当多的公司，比如像三星、索尼、丰田汽车、大众汽车、飞利浦、雀巢咖啡，这些品牌或多或少到中国来，可以更便宜地融资，可以在中国发债，另外可以推广其品牌。利用这些东西，对我们来讲也可以进一步优化中国的资本市场。我们可以向它们学习管理，因为它要挂牌，要向机构投资者推荐，要讲它的故事，这些东西也是和中国资本市场结合要好好做的。

债券市场这几年发展的应该是比较快的，中国由于直接融资能力不强，所以债券市场一直没发展起来，国债市场现在应该是比较大的一个市场，但是交易大部分集中在银行间的市场，银行间的市场大概每天有几十万亿的规模。但是我们把交易所分成两部分，一个叫银行间的市场，一个是交易所，怎么能够使这两部分变成一个市场。现在等级结算的系统也不太一样，在这个方面，在中国俗称“九龙治水”，银监会管银行的金融债，国家发改委管企业的企业债，证监会管公司债，债券就是债券，但中国人把这个名字一变就变成另外一个名字，实际就是一个固定收益的产品，我发这个东西每年给你多少利息，无

论是公司债也好、短期票据也好、中期票据也好、次级债也好，都是一样的，但是我们人为地割裂开了。比如说证券公司发的债，银行不能买，银行发的债保险公司不能买，这种情况与债券市场现在发展得比较慢有很大的关系。

说到债券的资产证券化，现代的资产证券化，企业的资产证券化，比如我们现在建设一条高速公路，建高速公路的时候要借钱，也可以把它未来的收益打成一个证券包卖出去，因为高速公路建完以后，通车费是肯定可以看得见的，把这个固定收益卖出去了等于提早把这个钱拿回来去建，这种方法中国现在用的不太多，但是我觉得这些都是可以分散掉银行的间接融资，也就是贷款。实际银行承担的负担太重，也把大量的风险都集中在银行上，如果融资发生大的问题，这90%就会出大问题。美国好就好在把风险全部都分散到老百姓身上，你只要买证券，也可能这个债券就是某一个房子的一块瓦或者一块砖，但是这个风险已经分散了。咱们国家就是太集中，这个集中实际上会造成很大的信用问题。比如说咱们发债，工商银行发的债中国银行买，中国银行发的债建设银行买，如果一个倒，其他都不能溜，银监会慢慢也认识到这个问题了，这可以借鉴日本的经验，20世纪90年代日本经济体系垮掉的时候就是互相交持，他的股票我持，我的债券他持，最后我一垮他也跟着垮。

证券市场扩大到一定程度以后，理财慢慢就上来了，比如说我看了一个材料，每年大概有400亿～1 000亿元的企业年金进入理财市场，企业年金就是补充养老保险，国家规定的要给企业职工出多少钱，职工出一部分钱，企业出一部分钱，有些企业效益比较好有一个补充养老保险，也可以再进一步给职工福利，这一部分原来都是各自管的，很乱，现在逐渐集中起来，劳动社会保障部允许一些有资格的银行业好、证券公司也好、基金管理公司也好，帮助机构和企业去理财，这个来讲，实际现在慢慢地也在做这些事情。

目前我感觉，证监会“一行三会”保留对股票、债券发行、基金发行等“一事一批”的审批权，慢慢开始备案，比如IPO的时候，一个公司

如果运营得比较好，一些大的公司，比如像工商银行，要再融资，就不应该审批得那么严格。另外我刚才讲多重管理的问题，对本土机构限制比较多，另外还有杠杆，这些都是属于监管部门希望逐渐改进的，也正在逐渐改进，但是大家觉得改进的速度还没有想象得那么快。

美国的投资银行最典型的一个概念，就是一半一半，股东拿一半、职工拿一半，基本上在收入端上把银行利息打掉以后，就是一半一半分的，这就是保持着原先的合伙人制文化，所谓合伙人就是分掉一部分、剩下一部分、发展一部分。以后变成上市公司，股东这一块增值在哪儿？资本增值，就是股价增值，但是从实际收益来讲，基本还是分的。中国的证券公司基本上都是国营的，而且大部分都是属于金融企业，所以不可能让职工拿那么高的薪酬，中金公司的薪酬是很惊人的，但是中信规模大，中信证券的规模曾经有一段比摩根士丹利还要大，市值仅次于美国高盛，变成世界第二大规模，但是现在摩根士丹利股价上来了，所以它的市值也上来了，但是现在中信证券的规模在亚洲还是最大的，比野村要大，我们最高的时候是野村的两个那么大。中信证券规模现在是300亿美元，在金融界都应该算是比较大的。之所以大，盈利能力也强，因为它涉及所有领域，因为中金公司几乎没有经纪业务，中金公司由于资本金太小，当时就是建行和摩根士丹利的合资，一共有1亿美元左右，当然现在经过这么多年的累计，也积累了一部分，但是它的资本金规模还是远远小于中信证券，由于这样，它投资没有很多。像中信证券去年情况最不好的时候，税后的利润还有近70多亿美元，2007年最好的时候差不多近20亿美元，中金公司就小得多，只有差不多十几亿人民币。中信证券好就好在，每一个领域，包括债券承销、股票承销，我们现在控制着全国最大的基金管理公司华夏基金，它现在在管3 000多亿元的现金资产，中信证券的自营等投资都是现在在行业上属于第一或第二的，门类比较齐全。

要说中信证券以后的发展，在很大程度上有两大部分，一个就是我们要逐渐走向国际化，因为我们现在越来越感到，由于市场已经连在一起，如果不在国际化上走好，一定会影响到国内。现在我们面临

的竞争，比如说拿QFII来讲，我们现在希望外国的这些投资人通过我们的企业来到中国。瑞银来的时候没有交给我们，而且它在境外的网络要大得多，它去发基金，把基金变成QFII再进来。比如我在销售跟中国和亚洲有关的股票，如果不到外国去怎么知道，肯定是被外国人都拿走了。我们现在比较清楚地认识到，如果不在境外扩张的话，你的境外业务如果不强，境内的业务一定会缩小，但是境外的业务如果要做，面临着人才问题，你的英语要好，境外的法律知识也要全面。中信证券现在在香港有好几百个，这是一个事先投入很大的事情，而且一般来讲，都是先投入再逐渐地产出。到美国去，面临的竞争力很激烈，到英国去，你面临的竞争很激烈，现在已经不是20世纪20年代、30年代，那时候高盛到英国去的时候，大家都在睡觉，美国人进去了以后，狼的意识很强的，为什么英国保留了国际金融中心的地位毁掉了整个银行业，投资银行没了，原来投资银行真正起源于英国，最著名的巴林垮掉了、SG垮掉了，最有名的一些投资银行都没了，或者被美国人吃掉了或者被欧洲人干掉了。

我们自己感觉到，现在全球化之后，美国不光是摩根士丹利，像J□P□摩根、花旗银行、美洲银行，欧洲大型的银行比如德意志银行、UBS，英国的巴克莱，包括西班牙的桑坦德，都是实力很强的欧洲全能银行，仗着它们的资产负债表，同时养着投资银行，还做着保险，什么都做，这就是欧洲的投资银行模式。几年以前我跟野村的CEO聊天，我问他你最怕的是什么呢？因为当时我们觉得跟中国投资银行竞争有两个，一个是国外投资银行，我们的机制各方面都不如人家，还有一个是中国的工、农、中、建等银行，所有中国大的企业客户他们都有，怎么竞争，后来他也跟我说，真正的投资银行如果要跟国外的投资银行竞争是有一定困难的，但是大的投资银行如果挺得住也可能参与竞争的，否则为什么这么多的投资银行还是生存下来了，当然也有没生存下来的。

这里有很大的问题，外国和中国也一样，只不过程度不同、机制不同，因为银行的文化跟投资银行的文化是非常不一样的，投资银行的文化见总裁敲门就可以进去，可以说最低的交易员都可以敲门，在

商业银行是绝对一级一级的往上走，为什么？因为投资银行资产负债表要动的话，它的转换是非常快的。一天，我包销一个股票等于所有的承销都是你包起来，等于你买过来所有的东西然后你再卖出去，基本上都是一天。不像银行，在资产负债表上一笔贷款可以待10年、也可以待5年，投资银行要求信息必须得快，反应得非常快，包括他的交易。这些东西我自己感觉到，因为在国外的证券公司也工作过，你可以明显感觉到，当时这道墙垮下来以后，实际上投资银行和商业银行之间互相在文化上还有很大的代沟。

所以为什么比如像高盛，我们2008年9月见过高盛的总裁，他跟我们讲，你跟我见的时候刚刚变成投资控股公司就是银行，刚刚变成银行6个小时，但是他说了除了名字以外，一切都没有变。这一年过去了，高盛真的没有变，2009年可能是它历史上盈利最高的一年，他2009年可能过百亿，他的盈利大部分都是他的交易造成的。但所谓最高贵的一家公司摩根士丹利，它现在已经慢慢地和高盛的距离差得越来越远，我觉得在很大程度它不知道自己的定位究竟是什么，这是最可怕的。犹太人厉害，高盛、雷曼兄弟，华尔街的人分成两大部分，一帮是犹太人，犹太人做事很精的，他认准了一件事情一定会坚持去做，当然我们只能说到现在，不能说以后的事情。我想中信是上市公司，必须对股民有交代，而且我们自己感觉到，作为上市公司，就跟轮子在车上下不来了一样，不像私人公司，我今天少做点，不行，因为有很多投资者。原来非上市公司的时候没有这个感觉，到了上市公司明显感觉到这一点。第二点，这种情况下，资金怎么好好地用，使它能够创造更高的效益。第三点，当然更重要的是管理，现在业务逐渐扩大，管理一定会跟上，这是相辅相成的，所以这三大部分是中信未来可能往前走的方向。

我觉得关键的问题是盈利能力的问题，你的盈利能力关键是体制能不能支撑得住，体制就是说你的这些人，实际上投资银行说白了就是人，就是靠人。一个证券公司硬件资产没有什么，楼我们都是租的，关键是人能不能创造出价值，为什么对人的投资那么大，就是说你必须得创造出更高的回报。

发表评论 网友评论(0)评论仅代表网友个人观点，不代表财新网观点。
查看全部0条评论

财新网友您好，欢迎发表评论：（注册或登录后发表评论，将会获得更多关注）

隐身发表

登录后可使用收藏图书及书签功能

图书推荐民主的细节——美国当代政治观察随笔

截然不同的制度、文化、语言背景，使包括我在内的很多中国人很难彻底融入美国社会，但是，这个障碍从某种意义上来说却可能是好事...[详情]
监管——谁来保护我的投资

遥寄投资物语，反思金融危机；探寻监管之道，破解货币之谜[详情]
哈佛经济学笔记

尚未结束的本轮危机，怎样改变了中国和世界？美国在如何自我拯救？中美之间将迎来蜜月，还是经济战争 [详情]

舒立观察——中国十年之真问题

胡舒立主编《财经》十余年间所写的评论文章的精华，是作者对十余年来政治经济改革的真挚呐喊和助威——“认识并理解中国问题的复杂性，并总是寻求超越”[详情]

第五项修炼

本书被《金融时报》誉为有史以来最伟大的五部工商管理巨著之一，过去75年来最有影响力的管理学著作之一；作者彼得?圣吉被《商业周刊》评为世界十大管理大师之一[详情]

超越金融：索罗斯的哲学

本书是开放社会研究所主席及创办人乔治．索罗斯 于匈牙利中欧大学演讲的结集，凝炼了索罗斯毕生实践及其哲学观点的智慧精华，总结他对全球经济和政治的世界观。[详情]

儒家哲学

梁启超晚年研究中国哲学史的一部力作，原本是梁氏在清华国学院的讲课稿，由其弟子周传儒记录。梁启超在讲演中提出了不少新颖深刻的见解。[详情]

四手联弹

章诒和，一个颇受国人瞩目的人文学者；贺卫方，一个颇具争议影响的北大法学教授。两位学者代表两代知识分子，破天荒联手著书。[详情]

北洋裂变：军阀与五四

五四不仅是思想史上的标志事件，还是政治史中的一个巨大事件场域。学生运动只是五四的表面浪潮，其下汹涌的，是那个时代纷繁复杂的军阀政治——各个军阀和政坛派系都在捣鼓五四，而五四最终对于民国政治的走向，起着扳道工的作用。[详情]

大乱有大治

罗伯特?博森的长处在于对相互关联的金融系统细节有着透彻理解。他以委婉的方式说明了哪些地方成功，哪些地方失败。他带领着读者在本书中经历了美国房价下跌如何以滚雪球的方式扩展成世界范围的经济危机的整个过程。 [详情]

治理中国——从革命到改革

继费正清《美国与中国》之后的又一部美国学者研究中国的重要学术著作，也是目前美国使用最广泛的介绍中国政治的教科书。作者李侃如不仅是美国当代著名的中国问题专家，也是在中国政治研究领域学识最渊博的美国学者之一。[详情]

许倬云谈话录

著名历史学家许倬云，台湾“中央研究院”院士、美国匹兹堡大学名誉教授，有“台湾改革开放的幕后推手”之称，著述等身，誉满中外，本书中许倬云回顾自己为学术的人生历程，写出大时代下个人的努力与刻苦，娓娓道来，是了解和研究许倬云的最好读物。 [详情]

科学说需求

本书是张五常经典学术著作《经济解释》之卷首，从经济学理论的角度清晰地阐释了需求的本质、缺乏与竞争的关系、价与量的关系等需求定律的重要观点和概念准则。[详情]

知识分子与现代中国

从传统儒家批判，到现代共产主义信仰，从19世纪欧洲的观点变化，到东西方文化论战，作者力图从知识分子与国家命运的角度，用所谓的经验洞察力，让人们更加熟悉历史观念的变化全貌。[详情]

奇异恩典

从奴隶贩子到废奴领袖，从无知水手到属灵导师，圣诗《奇异恩典》作者约翰?牛顿惊心动魄的传奇人生[详情]

中国，我误解你了吗

加藤嘉一多年旅居中国，见证了这个飞速发展国家的欣欣向荣，也品味到了它的一些苦涩。“80后”、蜗居、博客的力量、记者的红包，他在学习、游历与教学，甚至是平凡的生活中，亲历、观察、记录着中国式变革的欣喜与阵痛。[详情]

资本市场:中国经济的锋刃

在荷兰的阿姆斯特丹，有一个全欧洲最大的鲜花交易市场。每天上午，欧洲各地生产的鲜花被源源不断地运到这里。下午，通过“荷兰式拍卖”，所有鲜花的价格都被确定；然后，这些鲜花被迅速地分装、打包，运往世界各地。第二天，不论是欧洲的伦敦和巴黎，还是美洲的纽约和温哥华，或者是世界各地的任何一个主要城市，从阿姆斯特丹运来的鲜花，都会在这些都市的清晨不约而同地出现在街头。

华尔街：冰河时代的恐龙

这次金融危机的过程，大家都已非常熟悉了。2008年3月，美国的第五大投行贝尔斯登破产，当时人们认为这只是天边的一片乌云，谁也没有想到，这片乌云，预示着将来会有一场席卷全球的狂风暴雨。半年之后，金融危机开始深化，第四大投资银行雷曼兄弟宣布破产。同一天，美林证券被美洲银行收购。三天以后，高盛、摩根士丹利转为银行控股公司。

我们可以把这场危机称之为华尔街的“冰河时代”的来临。这让我们想起恐龙的消失。恐龙在它生活的时代是主宰地球的动物，但是突

然在很短的时间里消失了，为什么呢？因为气候的变迁，冰河时代的到来，使恐龙灭绝了。

这与华尔街的危机有一点儿相似，华尔街一直是世界金融体系的主宰者，但是今天的世界与以前发生了巨大的变化，主要表现在几个方面：金融产品的高度复杂，杠杆率的无节制提高，各个金融子市场的相互影响，风险在全球范围的广泛传播等，华尔街或许真的遭遇到了“冰河时代”。华尔街能不能适应这个新的时代，要看它自身的变革与应对了。

更加让我们震惊的是，随后，金融危机从华尔街向外传播，而且传播的速度和范围超出了我们的想象。

2008年10月，金融危机传到了欧洲，当时我到中央电视台参加“直击华尔街风暴”的节目。主持人马洪涛先放了一段录像给我们看，是前一天的“新闻联播”中国际新闻的第一条：美国发生了金融危机，当时还没有传播到欧洲，欧洲搞了一个金融论坛，德国的财长在金融论坛上，发表了一段讲话，他认为美国的金融霸主地位从此将一去不复返，世界金融体系正在向多极化转化。主持人问我怎么看这段话。我说德国财长说的是对的，世界金融体系确实正在向多极化转化，中国将会成为多极化金融体系中非常重要的一极。但是到现在为止，还没有人能说美国的金融霸主地位从此消失了。同时，他的潜台词是说，美国不行了，欧洲人应该上台了，或者是德国人将成为新的世界金融霸主。尽管美国出了这么大的问题，但是我们实在没有太多理由相信欧洲的金融体系会比美国先进。事实上，三天之后，德国所有的银行都破产了，并全部被国有化。

现在回头看，这仍然是一件不可思议的事，一个大国，世界第四大经济体的财长，在自己的金融体系行将崩溃的前三天，还以为自己的新时代已来临了，说明了什么问题呢？至少说明了现代金融体系的双面性，它在高度发达的同时，又具有高度的脆弱性；还说明现代金融风险的难以预测性和破坏力。

随后德国、英国、法国等国家全部都出现了问题。冰岛甚至已到了国家破产的边缘。俄罗斯的股市在很短的时间内跌去大半，紧接着危机向亚洲传播，如韩国、巴基斯坦等，在每一次亚洲危机中韩国都是首当其冲的，因为韩国人的投资文化比较投机。紧接着拉丁美洲也出现问题，最后在全世界范围内，几乎所有的国家都受到不同程度的影响。

次贷市场的规模到底有多大呢？次贷市场是不到2万亿美元的规模。这就是为什么当时大家觉得次贷问题不大，因为美国的GDP 是14万亿美元。大家觉得就算是美国1/7的GDP不要了，也没有什么大问题。但是现在的损失是多少呢？全球经济陷入停滞，这已经无法用钱来计算了。

次贷危机爆发后，我们有些学者说，我们的金融体系比较稳健，没怎么受到影响，说明我们监管得比较好。那么这次危机中全球哪些国家受到的影响最小呢？我们能想到的第一个是古巴，第二个是朝鲜。但这丝毫不能证明这两个国家的金融体系比较健全，或者说他们的金融监管比较有效，而恰恰是因为他们比较落后，比较封闭。金融危机中我们国家损失好像比较小，一方面，我们要为近年来金融体系建设的伟大成绩感到骄傲；另一方面我们也很谨慎，要从比较辩证和客观的角度来看待这个问题。

我在北大做演讲的时候，给学生看的一张照片，什么叫“金融危机下的大熊猫”？这是在新浪网上某一天的头条新闻。我们中国有很多大熊猫是长期旅居海外的，在日本、美国、欧洲的一些国家的动物园里被全世界的游客观赏。当然有一些是我们出租给他们的，我们给美国的熊猫是每年租金100万美元。后来发生金融危机，美国财政吃紧，就跟中国商量，看能不能给打点折，最后是打了5折。所以我们看到，此次金融危机的影响深远，不仅华尔街的高管要减薪，大熊猫都减薪了。

一只名叫次贷的“蝴蝶”

可能很难有什么事实比华尔街本身的经济附加值更能证明现代经济中金融产业的重要性了。华尔街处在纽约曼哈顿岛的南端，这个地方很小，只有1□7平方公里。但是这么一个小小的地方承载的金融市场的市值是巨大的，美国股市的市值是美国GDP的150%，债市市值是美国GDP的200%，也就是说这么小的地方，承载了美国GDP350%的虚拟经济。与此相比，微软的厂房当然不止1□7平方公里，它的市值只是美国GDP 的1%，由此可以看出金融服务业的重要性。

像美国这样一些发达国家，过去的几十年里不断地放弃一些产业，比如说20世纪五六十年代的拖拉机和其他制造业，逐步转移给了亚洲“四小龙”；又比如说七八十年代的芯片和计算机相关的一些产业，逐步让位给了日本和韩国，但是它从来不会放弃投资银行，说高盛不做了，让给中国人做吧，这不可能，为什么呢？因为投资银行和金融服务业是附加值最高的。另外一个附加值很高的产业就是好莱坞。但是这两个产业都有一个致命的弱点，或者叫做“阿喀琉斯之踵”。金融服务业的“阿喀琉斯之踵”就是金融危机，好莱坞的“阿喀琉斯之踵”就是盗版。

次贷危机与“9?11”事件

2004年，我在翻译了《伟大的博弈》一书后，曾与原书的作者戈登有过一次对话，其中部分内容也收在书里了。他开玩笑说，“9·11”事件发生了，说明拉登没有经济学知识，如果说拉登有经济学知识的话，他就不会选择去撞世贸中心，因为世贸中心不是美国经济的心脏。他说拉登应该去撞纽约证券交易所。因为美国经济的主体都在纽约证券交易所交易，如果打击了纽约证券交易所，那么美国经济就会陷入瘫痪。他讲的有一定道理，但是也并不完全准确，因为，实际上纽约证券交易所也不是美国的心脏，你即使撞了纽约证券交易所，它只是金融市场交易的物理载体，可以很快重建，丢失的交易数据都有异地备份，高盛和美林照样做生意，金融机构安然无恙。但是你发现，这一次是美国经济的心脏自己出了问题。也就是说，这次危机的特点是，突然之间，所有的金融机构全部都面临破产。以前想象高盛会破产，这次如果美国政府不进行救助，高盛肯定会破产。

高盛、美林、摩根士丹利这些金融机构突然再也不信任彼此了，资金拆借的利率达到上千个基点，这个心脏几乎停止跳动了。

邓小平曾经讲过一段话，金融是现代经济的心脏。心脏是身体非常重要的一部分，当你心脏好的时候，你可能体会不到它的重要。你体会到它的重要可能就是出了问题的时候。“9·11”之后，全世界只有美国在忙乎，一会儿去打阿富汗，一会儿去打伊拉克，这次，雷曼兄弟倒闭后不到40天，全世界所有重要国家的元首全部坐到一起，共同商议对策，可见此次危机的影响之大。

美国社会长期存在着所谓华尔街和主街的矛盾，华尔街代表金融服务业，主街代表传统制造业。美国制造业工人的收入平均每年是三四万美元，而在2007年年底，高盛全体员工的平均年薪是60万美元。所以我们看到，所有描写华尔街的电影没有一个说它是好的，都是在讽刺挖苦它。但是我们发现华尔街出了问题，底特律三大汽车公司突然要面临破产，为什么呢？因为心脏不跳了，所以胳膊腿就都不行了。

怎样理解次贷危机的本质呢？我们看这次危机，大家通过各种各样的书籍报刊看到，专家学者都有很多很好的观点。这里我想用三个主题词来帮助大家理解这场危机。

蝴蝶效应

第一个主题词叫做“蝴蝶效应”，它来源于物理学的名词。我原来是学物理的，1988年，当时国际物理学界出了一个新的分支叫非线性动力学。这个理论最直接的一个词就是蝴蝶效应。它是说亚马逊河畔的一个蝴蝶扇动翅膀，有可能引发很多蝴蝶一起扇动翅膀，传递到千里之外后，可能就是一场飓风。全世界都觉得这个理论很有意思。当时也在实验室当中模拟出了这个情景。但是大家认为这充其量是一个物理学家在实验室里的臆想。但是谁也没有想到，20年以后，蝴蝶效应被次贷危机彻底地应验了，而且是在全球最大的范围内，以最夸张

的方式，毫无悬念地应验了。次贷危机几乎影响到了所有人的生活，而这个世界上的大部分人是第一次听到“次贷”这个词。

青萍之末

第二个主题词是“青萍之末”。如果我们想要找一个最简洁的词语来形容整个次贷危机的发生过程，可能没有什么能够超过我们古人的了：楚国的诗人宋玉有一首风赋，起首第一句话叫做“夫风发于地，起于青萍之末”，青萍之末是什么意思呢？是指水草的末端。水草的末端开始微微地颤动，可能一场暴风雨即将来临。宋玉的意思是说，很多大的社会事件和自然灾害，都是从很小的地方开始发端的。次贷危机是一场在不知不觉中发生发展直至酿成大祸的过程。

今天我们大家都在说美国的监管者监管不力，说投行、评级机构、商业银行，但是我们发现其实很多投资者包括机构投资者也都在这个过程中利令智昏、唯恐落后，而且我们发现整个次贷证券化的过程居然源于一个很好的“居者有其屋”的愿望，而且在相当长一段时间里起到了拉动经济发展、活跃金融市场的积极作用。那么究竟错在哪里呢？

可以说，整个次贷的起源可能要追溯到20世纪70年代，当时美国经济陷入滞涨。里根政府上台，致力于经济自由化，美国政府要实现“居者有其屋”的政治理想，商业银行紧紧跟上，开始大量发放次级贷款，这当然符合它自身的商业利益，因为所谓次贷，就是给资质不良的客户贷款，当然收取的利息也就是比较高的。但是，商业银行在发放次贷的过程中，会有隐隐的不安，因为这些贷款会是潜在的不良贷款，于是商业银行决定把它们卖掉，卖给谁呢？投资银行。

投行经历了20世纪80年代轰轰烈烈的并购和90年代的互联网上市，次贷证券化正好给它提供了一个新的机遇，于是，投行欣然地参与了进来。投行把这些贷款证券化，有一点像把西红柿做成西红柿酱，或者把各种牛奶搅拌在一起做成不同等级的奶粉，因为来源过于复杂。提纯的过程一般老百姓也看不清楚，就需要一个评级公司或质检单位给提纯出来的最好的产品打上一个3A 的标签，这一步叫

MBS；剩下的奶渣舍不得扔，倒进一些新的牛奶再去提纯，提纯出来新的3A 级产品，这一步叫CDO；这个过程再重复一遍，叫CDO 平方。据说还有三次方的。最后这些有毒证券卖给了全世界各地的投资者和养老金。看不清楚这些债券的投资者相信了穆迪的3A 评级，实在不信的，还有AIG 来卖你一个保单，如果这些产品出了问题，他们负责赔偿，这就是著名的CDS。最后，没有买次贷产品的人也开始炒这些保单，CDS 的名义价值炒到了62万亿美元，相当于全球GDP 的总和。

上一次发生类似的疯狂是1989年，日本经济在泡沫的最高点，东京市中心的一座五星级酒店叫帝国花园，它的价值超过了美国加利福尼亚全州的地产价值，日本最后的崩溃一定在所难免。

所以，此次次贷危机是一个全社会集体参与、集体狂欢，一旦过了临界点之后，最后必定集体崩溃的过程。投行欣然地参与，赚得钵满盆满，最后雷曼账上的次贷产品的价格一瞬间跌去90%，而它的资金杠杆率是30倍，据说表外的杠杆率是200倍，百年老店一瞬间灰飞烟灭；商业银行是次贷之父，把次贷卖给了投资银行，但看到投资银行用次贷制造出来的绚丽多彩的证券化产品天天上涨，终于守不住晚节一头冲进去买了，最后死于次贷；20世纪70年代，评级公司还小得可怜，穆迪一共才七八个人，伴随着资产证券化产品的扩张，穆迪迅速实现了扩张。

到了2005年，美国的评论家说“世界上有两个超级大国，一个叫美国，一个叫穆迪。美国这个超级大国还不太好使，因为还有其他4个常任理事国的掣肘，而穆迪则是可以指哪儿打哪儿，它给谁降级谁都受不了”。现在，穆迪的员工在法庭上接受审判时承认，2008年的这个时候，他们可以把“任何一头母牛”评为3A 级的证券，而且，只需要一个上午就可以把所要的数据准备好。这已经完全是指鹿为马了。当然，还有美联储提供了过度的流动性，监管机构的玩忽职守等多种因素共同的作用等。

次贷危机的结果是，所有的一切事与愿违，危机的前后，世界倒了一个个儿：“居者有其屋”的梦想带来了千百万人的流离失所；过去几十年一直是美国经济引擎的华尔街，把全球经济带到了停滞的边缘；曾是美国最重要国际竞争力的金融创新，变成了大规模金融杀伤性武器

人性之弱

第三个关键词是“人性之弱”。所有金融危机的产生都来源于人性之弱。人性之弱最大的有两个，就是恐惧和贪婪，贪婪导致了泡沫的产生，恐惧导致了崩盘的产生。怎么去把握这个平衡是非常微妙的。

我们可以看到在这次次贷危机中美国出了一个很重要的事件，就是麦道夫事件。美国人现在开玩笑说，2008年，美国出了两大名人，第一名是奥巴马，第二名就是麦道夫。麦道夫事件给我们的启示不在于他一个人赤手空拳就骗了700亿美元，也不是说他用的是最简单的骗术，而是他所有的投资者都是大投资者。我们证监会为什么要存在，因为要保护中小投资者，因为中小投资者是“unsophisticated investors”，即不够成熟的投资者，而麦道夫的投资者是谁呢？瑞士银行、国际奥委会的基金会等，这些大投资者，这样的金融机构竟然会相信有一个基金能够每个月回报1%，每年回报10%，长达20年，怎么解释呢？只能是利令智昏了。更加令人震惊的是，据说他的一些投资者承认，当初之所以愿意把钱投给麦道夫，是因为他们相信麦道夫能够从事内幕交易。而我们知道，内幕交易在美国金融市场上是非常严重的犯罪，最近两次因为内幕交易获罪的是安然和世通的董事长，他们分别被判了24年和25年。而现在，麦道夫面临的刑期是150年，而他今年已经70岁了，没希望出来了。

为什么这种集体参与的社会事件那么难于自我纠偏呢？2008年11月，我去华尔街访问，我把一些从事CDO、CDS 产品交易的中国人请过来一起聊，我问过他们，一个不到2万亿美元的次级债券市场，为它担保的市场CDS 规模达了62～68万亿美元，你们没有觉得很危险吗？高盛的一个交易员跟我说，他2008年2月的时候就觉得不行了，就出来了，但是3月又回去了，为什么呢？因为其他人都在里面。所以我们

说，这种事情有一点像带火的列车下山，只有撞在南墙上才能够停下来。

海面下的三座冰山

次贷危机是不是一个偶然事件？金融危机刚发生时，有一个记者问我怎么看，我说华尔街在过去的十几年中，悄悄地发生了一些重要的变化，使之走上了不归之路，次贷危机实际上是偶然当中的必然。我把它称为海面下的三座冰山，而次贷只是海面上的一块浮冰。

第一座冰山我把它称为“投行模式激进转型”。投行是做什么的？传统的投行是提供服务，收取佣金，最典型的是IPO。比如说福特搞了50年，高盛来了，说我帮你IPO 吧。结果高盛就拿走了7%，福特的工人很生气，你们这些资本家帮我上市一下就拿走了7%。但是华尔街说我觉得还不够。因为我早知道你要上市了，去年我就可以战略入股了，这样的话，我就可以直接翻10倍，所以从投行衍生到了PE，也许本来就应该是投行的一个发展方向。

过去几年PE 在美国得到了非常大的发展。以至于有一年高盛的盈利中有85%是来自于PE 投资的。这虽然严重地违背了它当初坚持业务分散化的原则，却也无可厚非，但是这种转型如果结合上几十倍的杠杆率，就非常危险了。

二级市场发生了同样的事情，投行的自营越做越大，如果结合高杠杆，就几乎要翻船了。投资银行把自己从相对风险比较小、回报也还可以的商业模式，向前推进一步，做得更加极端，把自己做成了一个对冲基金。2001年，高盛的前总裁约翰·桑顿到清华来教书时告诉我，高盛已经悄悄地把自己变成了一个对冲基金，让我非常惊讶，试想如果用冲浪的方式去开航空母舰的话，会怎么样呢？早晚是要翻船的。

在随后的几年中，几大投行都悄悄地把自己变成了对冲基金，大家都在以冲浪的方式开航空母舰。如果说没有次贷的话，会发生什么？很可能会在任何一个地方崩溃，比如说石油期货。2008年曾达到每桶150美元，剑指每桶200美元，后来曾跌到每桶40美元以下，如果说你借了30倍的钱炒石油期货，你赌它要涨到每桶200美元。你想象一下会怎么样?

第二座冰山我把它称为“金融创新剑走偏锋”。美国是一个创新主导的国家，这是它的长处。简单地说，世界上有两种截然不同的金融发展模式，一种是东京模式，一种是纽约模式。东京模式是说在东京市场上，证券的定义或者是股票，或者是债券。如果不是的话，日本通产省要审批，审批周期很长，所以很多金融创新最后就不了了之了。而纽约的发展模式，一句话概括，就是“阳光下的任何东西都可以证券化”。

举一个例子，比如说美国的好莱坞非常发达，原因很多，大家说美国的导演、演员大腕云集，这只是其中一个原因，还有一个重要的原因是美国的金融服务业很发达。这两者之间有什么关系？很简单，如果说你有一个非常好的点子，你想把它变成电影很困难，因为你没有演员也没有导演。这个时候高盛来了，他说我给你做一个情景假设，假设明年你的电影上映了，第一个月的票房收入是1亿美元；第二个月是2亿美元；第三个月你可以拿到3亿美元，那么依托于这个未来的现金流，你可以发行一个资产证券化产品，一下就可以募到30个亿，可能还会有银行给你贷10个亿，那你可能就会一下拿到了40亿美元。你手里有40亿美元，张艺谋可能就会自己来找你了，然后说，我再给你介绍一个演员叫章子怡，那么这个事情就办成了。如果说最后你的电影放映的时候第一个月的票房收入就有2亿美元，那么买你资产证券化产品的老百姓就都发了财，大家皆大欢喜。但是如果说这个电影最后没有被批准放映，那就麻烦了，所有买你资产证券化产品的老百姓就会损失惨重，贷款给你的这家银行就会破产了，这样传递下去，可能会因为一个电影没有拍成，就会引发一场小小的金融危机。在高杠杆化的今天，这不是完全没有可能。所以，当证券化伸向社会

的每一个角落的时候，如果不加甄别，总会有一个西瓜实际上是地雷，这次，次贷成为了这个地雷。

第三座冰山我把它称为“信用消费危如累卵”。为什么呢？美国社会在过去的十几年中，信用消费愈演愈烈，直至无法收拾。发生在我们身边的一些小事就可以让我们一目了然。1992年我刚到美国留学的时候，第一件事是要申请信用卡。但那时候申请信用卡是很麻烦的，尤其是一个外国留学生，没有工作，没有信用历史，银行有很多的理由不相信你。留学生大概半年后可以拿到第一张信用卡，我记得我们那时拿到第一张信用卡时都很高兴，和同学打电话时都问，你有没有拿到信用卡啊。2000年，我们发现，刚到美国的留学生可以在一周之内拿到5张信用卡。8年之内，美国的信用体系完全失效了。为什么会这样呢？美国的信用卡公司的盈利模式是这样的，我们中国人每个月一般都要把当月信用卡的余额还掉，美国人是不还的，那怎么办呢？他就顺延，所以要付利息，利息是17%，所以美国信用卡公司的利润率大致是17%，是一个高利润率的行业。这样的情况下，有1%、2%，甚至更高一点的坏账率银行都会觉得无所谓了，反之，它会把主要的精力放到去扩大自己的客户数目，把持卡人数从10万尽快变成100万或1 000万，于是就有了大家都疯狂发信用卡的现象出现。但是这个运作的模式需要有两个前提假设，第一个假设是经济总体比较向好，多数人还得起钱；第二个假设是大部分人是有良知的。但我们知道，这两个假设都是靠不住的，首先，经济是不可能永远向好的；其次，当经济不好的时候，没有钱的时候，大部分人是没有良知的。

有一张图，画的是在悬崖的尖上，有一座小楼，这个悬崖的名字叫次贷，然而，在这个小房子上又建了很多高层建筑，这就是次贷衍生出来的各种复杂产品。当根基一摇晃，上面所有的房子瞬间崩塌了，我见过的关于次贷的漫画中，这张是画得比较好的，它讲清楚了次贷危机的发生、发展，就像悬崖上的这座小楼和它托起的建筑。

次贷危机是一场百年难遇的大危机，但实际上小危机是层出不穷的。股民最爱说的就是美国有过黄金10年，为什么中国不能有黄金10

年。仔细回忆一下，过去10年华尔街的所谓黄金10年也差不多发生过10次危机：1994年的墨西哥比索危机、1997年的俄罗斯债券违约危机、1997年的长期资本倒闭危机、1998年的亚洲金融危机、2000年的互联网泡沫破裂、2001年的“9·11”事件、2002年的安然事件、2002年的世通事件、2007年的次贷危机、2008年的全球金融风暴，不多不少，正好10次。按照美国金融学家福古森的估计，自1870年以来，人类总共发生过148次金融危机。1870年到现在，139年，发生了多少次金融危机？148次，平均每年超过一次。

金融市场：现代经济的心脏

为什么有这么多次金融危机？既然有这么多金融危机，我们为什么还要发展金融市场？

为什么会不断发生金融危机

金融危机的不断产生，有两个主要的原因，一个是好的原因，或者说是比较合理的原因，那就是因为金融市场是现代经济的“锋刃”，也就是说，金融市场总是会触及到经济活动的最前沿。如果今天谁在干细胞的研究上有所突破，闻风而来的第一个一定是风险投资，因为资本的逐利性所致。

以互联网为例，1992年，我们刚到美国留学的时候，我记得要开一个互联网账号是很大的事情，要填各种申请表，现在你说要开一个E-mail账号，会有200个网站哭着喊着请你到它那儿去开，互联网在过去20年中的发展，颠覆了我们所有的想象。上网速度的进步也是惊人的。2000年我回国的时候，还要拨号上网，往往“滴滴答答”折腾半天还上不去。最近我在网上看电视剧《潜伏》，都是通过无线网络来看视频。互联网为什么有如此革命性的发展？因为它和资本市场联系在一起了，它通过上市取得了飞速发展。如果说没有这些资本市场的工

具，这是根本不可能的。你想想所有的网站，无论是搜狐、Google 还是什么别的，都是如此。但是，因为这是个新生事物，金融市场在给它定价的时候就很容易犯错误，于是就会有互联网泡沫和泡沫的破裂。

这次次贷危机有两个明显的“锋刃”：第一个就是次贷，现在大家一听到次贷，都会说不要碰它。但是我们要建立和谐社会，而很多人是买不起房子的，所以我们适当的时候还是要发展次贷，只是我们不要像华尔街那样再搞几十倍的杠杆率去放大风险。第二就是金融衍生品。衍生品现在出了这么大的事，有人说别搞了。但是不搞行吗？先不要说金融衍生品，就是商品期货，我们的航空公司出去搞了点石油期货，一下子丢了几十个亿，而它1年的利润只有1亿美元，一瞬间几十年的利润没了。现在社会上很流行的理论是阴谋论，我们先不管这是不是被人家阴谋了，实际上核心问题是竞争力的问题，如果你的竞争力强大到不管是阴谋还是阳谋都弄不倒你，那才是最好的。

最新的和最老的危机

还有一个危机不断产生的重要原因，就是人性之弱，贪婪和恐惧。我们发现，从最古老的郁金香危机，到最近的次贷危机，它们的发生发展几乎是惊人的相似，都是在对某种资产价格的追逐过程中忘却了风险，在价格下跌的过程中大家都竞相逃跑，千百年来概莫能外。

我们都知道郁金香泡沫。在350年前的荷兰，郁金香的价格曾经被炒得非常高，最高的时候，甚至一支郁金香球茎的价格要超过几十辆马车，很多名贵的品种甚至价值连城。但是大家可能并不一定知道郁金香泡沫是怎样破裂的。史书上是这样记载的：有一个海员出海两年做贸易，大概是到中国或印度这些地方贩了很多丝绸香料等东西回到

荷兰，错过了整个郁金香泡沫。他在鹿特丹港口靠岸，到老板家里汇报工作，老板正好没在，他看到窗台上有一个洋葱，可能是饿极了，就把它吃了，但这个洋葱其实是一个名贵的郁金香的球茎，它的价值相当于他运回来的所有货物的2倍。于是他的老板把他告上了法庭，这一下全荷兰的人都知道了：一个价值连城的郁金香球茎被当做洋葱吃掉，天并不会塌下来，大家突然明白郁金香这个东西其实一文不值，一瞬间郁金香的价格就崩溃了。

我们看今天的次贷危机，跟当年的郁金香危机是惊人的相似。2007年穆迪公司对于2008年美国房地产市场的预测有3种前景，上涨35%、上涨25%、上涨15%，根本没有考虑到下跌的可能，所有的CDO 和CDS 的定价及风险控制的模型都是基于这些假设的，而实际情况是，2008年美国房地产市场下跌了50%，于是所有的定价模型和风险管理工具都崩溃了。当新闻里说，加利福尼亚州的橘县有一些住户开始违约不偿还贷款，就像瓷器上裂开的第一条缝，很快扩展开来，一发不可收拾。

美国金融历史学家戈登在《伟大的博弈》中曾有这么一段对人性经典的描述，“在华尔街这个伟大的博弈场中，每个人都是既伟大又渺小、既高贵又卑贱、既自私又慷慨，他们都是也永远是普通人”。我们在参与资本市场的过程中，在建设资本市场的过程中，在监管资本市场的过程中，永远都应该记得，资本市场是一个最人性的地方，在这里面的每一个人，他们都是普通人。

美国模式的利与弊

金融危机带来的理念冲击是巨大的。很多年以来，我们都是在看美国怎么发展，而现在全社会都在探讨美国模式出了什么问题。

要探讨美国模式的利弊得失，首先我们要知道什么是美国模式。究竟美国模式的精神实质是什么？历史上的一个事件能帮助我们理解。1789年美国立国时，华盛顿宣布就任总统，两年前的1787年，当时宣布独立的13个州在费城开了立宪会议，立宪会议当中有一条条款，它要求美国13个州之间不允许有贸易壁垒。同一年，在法国从里昂到马赛要缴50次以上的税。所以从第一天起，美国的发展模式就要比欧洲更加自由，然而也带来更多的经济危机、金融危机，每一次危机来的时候都是灾难深重，而繁荣来临的时候也更加迅猛。

美国发展模式是高度震荡式的，但总的来说发展速度是比较快的，而欧洲波动性相对较低，但是它的发展速度也是非常慢的，在200年间，欧洲被美国远远地甩在了后面。过去30年，欧共体主要经济体的GDP 增长率，像德国这样的国家，不到2%。这两者的差别一目了然。

美国这种高度自由发展的模式，从资本市场上来看也是一脉相承的。比如说，现在我们知道上市公司需要信息披露，但是美国的股票市场在前100年，企业不需要公开信息，市场以炒作和投机为主，运河来了炒运河，铁路来了炒铁路。在铁路狂潮的时候，任何人只要说要修建一条铁路，哪怕是从一个从未听说过的无名小镇通往另外一个从未听说的无名小镇，都会有投资者疯狂地冲进来买，甚至有一个人说他要修一条从地球到月球的铁路，也得到了市场的追捧，可能那个时候，人没有什么地理知识，不知道这两个地方没有连在一起。结果，最后这件事败露之后，造成了整个股市的崩盘。

没有监管的市场最终会崩溃，因为市场是由追逐各自利益的人组成的，就像一个没有管委会的农贸市场，我卖花生米0.5元一斤，另一个小贩就会卖0.4元一斤，我就会降到0.3元一斤，最后只好打起来了。在没有政府监管的情况下，无序竞争到最后，有可能形成一种价格同盟，也就是自律监管。纽约证券交易所的前身就是一个价格同盟。但价格同盟代替不了监管，美国市场从形成到出现监管经过了100

多年的时间，而第一个监管机构的出现，恰恰是在发生了1929年的股灾之后。

1929年股灾的历史背景是什么？1913年的圣诞节来临的时候，欧洲沉浸在一片祥和的氛围当中，当时英国还是世界第一强国，但是他们没有想到的是，这是他们最后一次以世界第一强国的身份度过圣诞节。为什么呢？因为即将发生的第一次世界大战将彻底改变世界格局，1918年，“一战”结束，美国从战前世界上最大的债务国变成了最大的债权国，成为世界第一强国。所以在“一战”之后的10年，美国都是在一片欣欣向荣之中。20世纪20年代，美国的经济发展是非常迅猛的。那个时代出现了很多创新，包括彩电、冰箱、收音机，等等。1926年，林登·伯格飞越大西洋，大家认为看到了航空时代的曙光，当天有一家名叫“海岸航空”的公司股价飞涨，过了几天大家发现它实际上是造船的。这样一个气氛中，股市最后变得非常疯狂，出现了8年牛市。我们大家可能对8年没有什么概念，中国没有这么长的牛市经历，我们记忆犹新的是两年的牛市。2006～2007年中国刚有两年的牛市，社会已达到什么样的氛围呢？我记得当时连卖冰棍的都在推荐基金，和尚和尼姑都开了账号。这可能还不足以说明问题，2007年年底，网上流行一张照片，它拍的是一个地级市的公安局，拉了一条横幅在街上，上面六个大字“抢劫不如炒股——市公安局宣”。

大家可以想象一下，1929年之前的8年牛市会有什么样的结果，全民疯狂。你拿1万美元去买股票，券商就会和你说，我这还有8万美元，你可以付20%的利息把这些钱投到股市当中去。一想这个20%很少。结果一天跌了23%，1年跌了80%以上。所以那个时候就有很多人跳楼,美国有一个非常有名的酒店为此把前台的问候语改掉了，原来是“先生，欢迎您来下榻”，后来改为“先生，您是来住店的还是来跳楼的，最好先讲清楚”。金融市场的崩溃，经济体系的崩溃，带来了罗斯福的新政。也就是对完全自由经济模式的一个修正。

1929年之后，美国出现证券交易委员会，出现证券法、证券交易法，出现投资公司法、投资顾问法，出现了第一家真正意义上的现代

投资银行美林证券，出现了现代资产管理业，甚至第一个养老体系和第一个最低工资制度，乃至第一个国家公园——黄石公园，也就是说，现代金融体系和现代经济体系中产生很多好的创新，都是因为有过一场1929年的灾难，否则我们今天还在黑暗中摸索。同样，我相信这次新的危机会带来很多新的变革与变化。

自由度：金融体系的熵增加原理

大家都看过《泰坦尼克号》电影，知道是怎么回事。但是大家不知道泰坦尼克沉没的时候，离它10海里的地方有一艘船，而且泰坦尼克号的求救信号它也收到了，但是很不幸的是，报务员睡着了，结果1503人葬身海底，因为很多人都是冻死的。如果可以早一点相救的话，可能不会死那么多的人。后来，大家就规定每艘船必须要有24小时值班的无线电收报员，做了这么一个小小的变革，人类到现在再也没有发生过类似的海难。虽然说这个灾难很糟糕，但是带来一些根本性的变革，人类才会真正地进步。

美国这个国家总体上来说是一个比较自由化的国家。尽管说罗斯福强势政府实施新政，但是随后还是回到了比较自由的模式，在随后60年的和风细雨般的发展历程中，很多过度自由的倾向又逐步显现出来。例如1997年长期资本的倒闭带来了华尔街的一次危机，很多美国人认识到，不对对冲基金进行监管和约束是不行的，但是全社会有更强的反对对其进行监管的声音，后面的10年无所作为，直到这次危机中对冲基金又一次扮演了推波助澜甚至是始作俑者的角色，才使得美国政府终于下决心对其进行“适度监管”。

所以说，对美国过度自由式的发展模式进行修正是一种必然，从更广阔的历史过程来看，此次危机是美国式高速发展模式所必须支付的必要成本，是周期性的。

我们必须要清醒地认识到，尽管华尔街出现这么大的问题，但是金融体系的发展趋势并没有改变，那就是越来越多的金融资源将走向资本市场，通过市场化的手段进行配置。1913年，美国的金融体系中，在资本市场和银行体系中的金融资源大致是1:1，大致100年下来，到1999年，这个比例变成9:1。为什么？因为越来越多的金融资源走向市场，通过市场进行配置，这是一个必然。为什么？因为市场配置资源的效率，从长期统计平均来看，一定会超过通过行政方式或商业银行，我将其称为金融体系的熵增加原理。

还有一个和人类发展规律是非常像的就是熵增加原理。物理学对世界的解释是，物质是守恒的，能量是守恒的，但熵是不守恒的。熵是自由度，世界的自由度是越来越大的。比如说一个封闭的容器中间有一个隔板，左边是浓度高的气体中，右边是浓度低的气体。抽开隔板，浓度高的气体会向浓度低的气体扩散，因为它寻求一种均匀分布的状态，也就是熵最大的状态。

这可以解释人类社会发展的很多规律，比如说为什么市场最终会成人类最好的配置资源的场所？因为它的维度最大，自由度最大。所以我们一定要坚持市场化改革的方向。如果把浓度低的气体打到浓度高的气体中，要永远维持就会消耗无限的能量，一旦放松，立刻就回来了。所以我们在推动中国经济发展改革过程中，不能违反人类发展的规律。

落后的资源配置方式会退出历史的舞台。我们要看到这个规律，要把握这个规律，当然我们不能操之过急，但是必须要朝着这个正确的方向去走。因为世界潮流不可抵挡。在这个过程中，商业银行怎么办？可以做两件事，一是主动上市，接受市场的监督和制约；一个是主动转型，向与资本市场相关的业务或者中间业务转型。我们看到中国的银行这几年正在向这个方向发展。

资本市场与大国崛起关系是非常密切的。美国崛起很重要的一点就是资本市场的推动力。美国崛起过程中几乎所有的事件，背后很大的推动力都是资本市场。重工业化很容易理解，美国的重工业为什么发生那么快，因为每个钢铁企业出现之后，都是通过资本市场快速地并购、重组，发展起来。大家可能不容易理解战争和资本的关系。以美国的南北战争为例，这是一场典型的以弱胜强的案例。一开始的时候，北方是弱势，南方是富国，因为打仗要花很多钱的，大家都需要拼命去融资。南方的办法是大量印钞票，最后导致了南方通货膨胀率是战前的9 000%。北方聪明一些，发国债。最后北方以弱胜强。

中国历史上有一个非常类似的案例，就是甲午海战。当时中国的GDP 是日本的5倍，但战争融资是个大问题，李鸿章拿不到钱，在英国订的最快的快艇被日本人买走了，日本人哪来的钱？日本发行国债，迅速把资金聚集在一起，买了最快的快艇，最后战胜了老师，中国被迫割让台湾，赔款49年。

上一页 返回目录 下一页

点击键盘左右键(← →)快捷翻页

发表评论 网友评论(0)评论仅代表网友个人观点，不代表财新网观点。

查看全部0条评论

财新网友您好，欢迎发表评论：（注册或登录后发表评论，将会获得更多关注）

隐身发表

登录后可使用收藏图书及书签功能

图书推荐民主的细节——美国当代政治观察随笔

截然不同的制度、文化、语言背景，使包括我在内的很多中国人很难彻底融入美国社会，但是，这个障碍从某种意义上来说却可能是好事...[详情]

监管——谁来保护我的投资

遥寄投资物语，反思金融危机；探寻监管之道，破解货币之谜[详情]

哈佛经济学笔记

尚未结束的本轮危机，怎样改变了中国和世界？美国在如何自我拯救？中美之间将迎来蜜月，还是经济战争 [详情]

舒立观察——中国十年之真问题

胡舒立主编《财经》十余年间所写的评论文章的精华，是作者对十余年来政治经济改革的真挚呐喊和助威——“认识并理解中国问题的复杂性，并总是寻求超越”[详情]

第五项修炼

本书被《金融时报》誉为有史以来最伟大的五部工商管理巨著之一，过去75年来最有影响力的管理学著作之一；作者彼得?圣吉被《商业周刊》评为世界十大管理大师之一[详情]

超越金融：索罗斯的哲学

本书是开放社会研究所主席及创办人乔治．索罗斯 于匈牙利中欧大学演讲的结集，凝炼了索罗斯毕生实践及其哲学观点的智慧精华，总结他对全球经济和政治的世界观。[详情]

儒家哲学

梁启超晚年研究中国哲学史的一部力作，原本是梁氏在清华国学院的讲课稿，由其弟子周传儒记录。梁启超在讲演中提出了不少新颖深刻的见解。[详情]

四手联弹

章诒和，一个颇受国人瞩目的人文学者；贺卫方，一个颇具争议影响的北大法学教授。两位学者代表两代知识分子，破天荒联手著书。[详情]

北洋裂变：军阀与五四

五四不仅是思想史上的标志事件，还是政治史中的一个巨大事件场域。学生运动只是五四的表面浪潮，其下汹涌的，是那个时代纷繁复杂的军阀政治——各个军阀和政坛派系都在捣鼓五四，而五四最终对于民国政治的走向，起着扳道工的作用。[详情]

大乱有大治

罗伯特?博森的长处在于对相互关联的金融系统细节有着透彻理解。他以委婉的方式说明了哪些地方成功，哪些地方失败。他带领着读者在本书中经历了美国房价下跌如何以滚雪球的方式扩展成世界范围的经济危机的整个过程。 [详情]

治理中国——从革命到改革

继费正清《美国与中国》之后的又一部美国学者研究中国的重要学术著作，也是目前美国使用最广泛的介绍中国政治的教科书。作者李侃如不仅是美国当代著名的中国问题专家，也是在中国政治研究领域学识最渊博的美国学者之一。[详情]

许倬云谈话录

著名历史学家许倬云，台湾“中央研究院”院士、美国匹兹堡大学名誉教授，有“台湾改革开放的幕后推手”之称，著述等身，誉满中

外，本书中许倬云回顾自己为学术的人生历程，写出大时代下个人的努力与刻苦，娓娓道来，是了解和研究许倬云的最好读物。 [详情]

科学说需求

本书是张五常经典学术著作《经济解释》之卷首，从经济学理论的角度清晰地阐释了需求的本质、缺乏与竞争的关系、价与量的关系等需求定律的重要观点和概念准则。[详情]

知识分子与现代中国

从传统儒家批判，到现代共产主义信仰，从19世纪欧洲的观点变化，到东西方文化论战，作者力图从知识分子与国家命运的角度，用所谓的经验洞察力，让人们更加熟悉历史观念的变化全貌。[详情]

奇异恩典

从奴隶贩子到废奴领袖，从无知水手到属灵导师，圣诗《奇异恩典》作者约翰?牛顿惊心动魄的传奇人生[详情]

中国，我误解你了吗

加藤嘉一多年旅居中国，见证了这个飞速发展国家的欣欣向荣，也品味到了它的一些苦涩。“80后”、蜗居、博客的力量、记者的红包，他在学习、游历与教学，甚至是平凡的生活中，亲历、观察、记录着中国式变革的欣喜与阵痛。[详情]

资本市场:中国经济的锋刃

在荷兰的阿姆斯特丹，有一个全欧洲最大的鲜花交易市场。每天上午，欧洲各地生产的鲜花被源源不断地运到这里。下午，通过“荷兰式拍卖”，所有鲜花的价格都被确定；然后，这些鲜花被迅速地分装、打包，运往世界各地。第二天，不论是欧洲的伦敦和巴黎，还是美洲的纽约和温哥华，或者是世界各地的任何一个主要城市，从阿姆斯特丹运来的鲜花，都会在这些都市的清晨不约而同地出现在街头。

阿姆斯特丹的鲜花市场

我前几年翻译的《伟大的博弈》出版后，重印了32次，还有很多盗版本。我每次在学校里做讲座，都有学生拿着《伟大的博弈》盗版本来请我签字，我都很高兴，为什么？我们上大学的时候，只知道学好数理化，走遍天下都不怕，我们花了10多年，才知道对一个国家来说，经济体制最重要，金融体系最重要，资本市场最重要，我希望今天的大学生一进大学就知道这个事情，这也是当初我翻译这本书的初衷。资本市场是市场经济的最高端或者说是最经典，或者是最抽象的市场经济。

怎样理解市场经济？记得我在芝加哥大学读书的时候，有一个非常好的教授讲过一个阿姆斯特丹的鲜花市场的故事。在阿姆斯特丹有一个全球最大的鲜花市场，面积有200个足球场大，而且是室内的。每天上午，从欧洲各地源源不断的运来各种鲜花，从下午3点开始拍卖，先拍郁金香，荷兰式拍卖。10元钱没有人要，然后9元、8元、7元，下午3点半，郁金香的价格确定了，然后所有鲜花的价格也就确定了，因为郁金香是基准花。然后这些鲜花开始打包、分装、运输到世界各地。第二天清晨，伦敦时间8点，这些鲜花会出现在伦敦街头；在巴黎的8点，这些鲜花会出现在巴黎的街头；在纽约的8点，出现在纽约的街头；在东京的8点，出现在东京的街头——这些地方相差几万公里，十几个小时的时差，这些鲜花会准确无误地出现在这些地方，绝不可能在纽约的8点出现在了伦敦的街头。这位教授问大家，请问全世界有哪一个政府能够做到这一点？他说，答案是，没有。全球没有一个政府可以做到这一点。因为是市场经济这个无形的手准确无误的在7点的时候出现在花店。但是如果没有政府的话，谁能保证这些鲜花在中途不会被抢呢？政府和市场的这一对矛盾，他们是缺一不可的。他们是互相补充的，但是前提是他们要各司其职。这就是我们为什么要建设资本市场的原因。

我举一个美国的例子，大家可能不知道海蒂·格林这个人，她是华尔街历史上最富有的女人，是一个完全依靠自己能力致富的女人。她是怎么成功的呢？就是靠投资股票。但是这个人有一个很大的问题，

她非常自私，有很大的缺陷。为了自己的金钱，她抛弃了自己的朋友，自己的丈夫，自己的孩子。据说有一次她丢了一张2分钱的邮票，她让自己的马车夫驾车找了4个小时，在这4个小时中，她的财富产生的利息相当于当时两个中产阶级家庭1年的收入。但是这并不能影响她成为一个优秀的投资者。她说投资很简单，就是低的时候买进来，高的时候卖掉，她说还要看企业的报表，她是第一个实践基本面研究的投资者——几十年之后格雷厄姆出版了《聪明的投资者》，才第一次将基本面研究系统化。当成千上万的海蒂·格林在一买一卖之间，美国社会的资源就被优化了，在她生活的时代，美国的钢铁产量在40年内一举超过了欧洲列强的总和。她在追逐自己利益的同时，帮助了社会资源更加有效的配制，帮助了一个国家的崛起。

牛顿的伟大与愚钝

人类的认知是螺旋式上升的。我觉得物理学的很多例子都是非常简单的，但是有很深刻的寓意。物理学中有一段非常著名的历史，就是对光的本质的认识。人类最开始思考光的本质是起源于牛顿，牛顿有惊人的直觉，他说光的本质是粒子。200年之后，另外一个伟大的物理学家惠更斯用实验证明了光有衍生效应，这个实验证明了光是波，因为只有波才有衍生效应。国际物理学界对此一片哗然，大家说牛顿这么一个伟大的物理学家能犯这么低级的错误，他对光的认识是完全错的。但是又过了上百年，爱因斯坦出现了，他在研究光电效应的时候证明了光既是粒子又是波，并因此获得了诺贝尔物理学奖，这就是光的波粒二象性。所以，人类对世界的认识总是会经过这样的否定之否定的过程。

这次金融危机之后，很多人包括西方的一些经济学家都走向了否定市场的方向，这在一定程度上是片面和短视的，不能简单地否定，而应该是一个螺旋式的上升过程。其实，邓小平很早就说过，社会主义可以有市场，资本主义也需要有计划。政府与市场，社会主义与资本主义，公平与效率，监管与创新，都是一个平衡点的问题，只是这个平衡点没有一定的公式，很难找，根据社会发展的阶段和各国的国情不同，这个公式是变化的。

顺便讲一个笑话。我们说自然科学很复杂，但是社会科学的复杂远远超过自然科学。牛顿是一个非常了不起的物理学家，英国人把他奉若神明。我有一个学物理的朋友非常崇拜牛顿，他到英国旅行的时候专门去祭拜牛顿的墓，因为英国有一个圣贤祠，牛顿和英国历史上的所有王公贵族及各界贤达都葬在这里。但是他进去找了半天也没有找到。最后放弃了，出来的时候看到了，他根本没想到，牛顿就排在第一个，可见在英国人的心目中，牛顿有多么伟大。但是，牛顿这么伟大，他炒股票的时候却不成功。他投资了一个叫南海的公司，7 000英镑进去，净赚7 000英镑，他很高兴，股票接着涨，他又冲进去，最后丢了20 000英镑。牛顿当时是英国皇家造币厂的厂长，年薪只有1 000英镑，20年的薪水顿时化为乌有，牛顿一生都不允许有人在他面前提“南海”这两个字。他感慨万千，他说“我能计算出天体的运行，无法计算人性的贪婪”。

其实，人类社会，类似的否定之否定的例子还有很多。例如，计算机的模式问题。我们知道最开始的计算机是大型机，大家想象的未来世界是集中的CPU （中央处理器）计算，每个人在家中接一个终端，后来IBM开始生产PC，每个人可以背着自己的CPU 到处走，彻底否定了原来的模式，但是，再等20年，网络出来以后，我们又回到了从前，每个人把需要搜索的要求发给百度或Google，他们算好了再发给你，当然你同时还可以背着自己的PC 到处走。这又是一个否定之否定、螺旋式上升的例子。交通也是如此，40年以前火车是最重要的交通工具，后来我们都开始坐飞机，大家以为火车的时代过去了，但是后来发现飞机也有很多问题的，去机场很麻烦，飞机受天气影响比较大，而火车又提速了，方便安全和中短程的优势显现出来了，动车和城际列车成为新的趋势，中国应该至少有4个地区可以修建城际铁路网，长三角、珠三角、环渤海、东北地区，如果建成，对于中国经济的推动力量将是巨大的。这也是一个否定之否定的例子。人类的认识过程就是这样的一个螺旋式的上升过程，每一次否定都不是简单的否定，而应该是找到一个新的平衡点，得到新的进步。

不要误读华尔街危机

金融危机对中国的影响有很多方面，但是我们想最重要的是理念的冲击。我们应该借此深入思考。一方面从发达国家的成功历史中借鉴他们的经验；另一方面从当下的失败和危机当中汲取教训，这样我们可以做得更好。

但是，我们首先要认识到我们和他们的不同。第一个是我们的发展阶段不同，我们是高度欠发达市场，它们是高度发达的市场，甚至说过度发达。比如说金融衍生品，美国有几万种，而我们一种都没有。第二个是模式不同，它一直是自我演进的发展模式，一直到不行的时候，政府出来干预。而我们从开始就是政府与市场的力量来共同推动市场的发展，或者说是政府手把手地扶着市场在发展，政府这只手怎么逐步放开是主要难点。因此，基于我们和美国的巨大不同，我们从大的方面来判断，第一中国主要还是发展，不能停顿，第二我们在相当长的一段时间里，主要任务仍然是要推动市场化改革，这是毫无疑问的。尽管我们在推动这一改革的时候需要循序渐进，需要把握一定的尺度、力度和节奏，但是方向是不能变的。

我们说，不汲取华尔街危机的教训是不负责任的，误读华尔街危机也是十分危险的。如果不能认识到我们和发达国家的巨大差异，那么各路专家总结出来所有的金融危机的教训放到我们自己的头上可能全是错的。这是一个非常重要的认知理念。

危机中的中国和美国的差别，如果用一个最简洁和朴素的比喻来形容，美国开的是法拉利，没开好，开到了阴沟里，中国是骑了辆自行车。我们有些同志说，活该，谁让你开法拉利来着，开到沟里去了。这样的观点的误区在于，过两天别人的法拉利从沟里捞起来了，修好了又上路了，你发现自己还是骑着自行车。所以，一个正确的做法应该是在别人法拉利进了沟里的时候，加快建造我们自己的跑车，一时半会儿造不出法拉利，至少先造一个QQ 吧，老是骑着自行车永远赶不上别人。

同时面临两种结构升级挑战

这次金融危机让大家认识到虚拟经济和实体经济的发展必须要相伴相生。所以在推动虚拟经济发展的时候，我们必须要先考虑到实体经济需要什么。在这次危机中，中国经济受到的冲击很明显，这并不全部是因为金融危机，主要还是我们自身的问题，事实上，我们的发展模式已经到了必须要转型的时候了。中国经济同时面临消费结构升级和产业结构升级的两大挑战。

30年来，我们保持了每年近10%的增长，中国经济取得了举世瞩目的辉煌。我上大学的时候我们国家还很穷，上完自习回到宿舍，吃一碗方便面就很奢侈。我出国是1992年，当时还是很穷。我清华毕业后留校每个月工资加奖金是88元，约16美元。记得我申请到美国留学的时候，申请费20美元。我们给美国的大学写信说我一个月工资合美元是16美元，你申请费就是20美元，太贵了，希望能把申请费免了。等到我回国的时候，2000年，全国人民有一半在减肥。我记得在20世纪80年代末期的时候，中国大部分家庭，甚至像北京相对好一点的地方家里都还没有彩电，90年代，中国每一个家庭购买一台彩电，中国经济往前飞跃了一大步，每个家庭购买一台冰箱，中国经济又往前飞跃一大步，可是你不可能去买10台彩电，10台冰箱。而现在基本上所有的家庭都有电器了，初级消费拉动的增长模式到头了，存在一个消费结构升级的问题。

我们的产业重复了一个一模一样的故事，我们做的是一些非常低端的产品，我们最大的竞争力就是便宜，人家不做的我们都做，也取得了很大的成就，但是在国际市场上越来越没有谈判能力。2007年的时候我到广东调研。当时广东有一个厂长跟我说，我们广东经济已经有很大的危机感了，我建议你们去看一看广东中山县古镇的灯具厂，古镇有800～1 000家灯具厂。我觉得真是难以想象。中央台让我去做《对话》，我就想把这个例子查证一下。我到百度上搜索了一下，搜索出来的结果是在古镇注册的灯具厂是5 000家。同样我到浙江调研的时候，他们给我讲了一个故事，非常震撼。欧洲一个代表团到浙江调查打火机，欧洲想找中国人倾销打火机的证据。因为在欧洲，中国的打火机卖1欧元，他们把零件拆了以后，计算结果是加在一起成本超过

1欧元，代表团到浙江取证，转了一圈发现中国人太聪明了。中国人把原料循环使用，最后算下来，一个打火机还是没有超过1欧元。我说中国的企业太悲哀了，它可能卖1个欧元的打火机只赚2分钱，人民币一升值，它什么都没有了，1 000家企业倒闭了，这有一点儿像南极的冰山融化了，地球的海平面升高了1米，1 000个城市没有了。金融危机的到来缩短了我们调整的时间表，但也有好处。以前我们很多企业家只要有钱赚就不愿意变革，可能这一次的危机促使更多的企业家更快地变革。

实现经济转型成功的国家

前两年，我们去巴西访问，巴西的央行给我们介绍巴西的情况时提到巴西鞋业。巴西的皮鞋跟我们是一样的，都是在国际市场上摆地摊，5美元、8美元一双，大家想象不到我们的产品有多便宜。金融危机之后，美国所有的店都打折，我们到美国开会，买了几件中国产的毛衣，是5.99美元，一看原来价格标签是59.9美元，直接就降到了5.99美元，说明美国从中国进口毛衣的时候，可能还不到5.99美元。大家可以看到我们的产品有多么便宜。过去的几年中，巴西的币值不断地升值，结果巴西上千家皮鞋厂都倒闭了，但是几年过去，还有几家活下来了，巴西央行去调查的时候，发现他们都做了同样的事情，就是他们放弃了低端的皮鞋，直接跟美国、意大利竞争300美元的高端皮鞋，结果他们反而活下来了。

再说说日本，我们说今天中国要经济转型，如果转型不成功会是什么样子呢？日本是一个转型不成功的典型。日本经济在高速发展20年后，遭遇到1989年的经济危机，1999年美国的《时代周刊》出了一篇封面文章："日本：失去了10年"；2009年，或许《时代周刊》可以再出一篇文章"日本，失去了20年"，近20年日本近乎没有任何的变化。2008年我到日本去开会，印象特别深刻。日本金融厅弄了一个车带我们去开会，路上停在十字路口，我看到旁边一些非常漂亮的大厦，但是几乎没有什么人在街上走动，我说这是什么地方，他说这是银座。我说这是传说中的银座吗？他说是的，日本现在的经济就是这么萧条。我跟他们说，你们日本人就是想不开，不让中国内地人到你们这里来旅游，中国内地每年去香港地区旅游的人数是1 700万，到日

本只有90万。我说要是1 700万中国人到日本来旅游，那日本的GDP 增长率可能就从负的变成正的了。很快日本就开放了对中国人的旅游，当然，这肯定和我说了什么没关系，因为这已经是大势所趋。

第三个例子是欧盟。欧盟也是属于负面例子，过去30年几乎没有什么进步。我们说美国出现了很大的问题，确实要思考、反思和修正。但是总体来说，美国是唯一实现经济转型成功的国家，而且是一个大国，所以对中国的借鉴是非常有参考意义的。在过去30年里，全世界涌现出大量的高科技产业，其中四个支柱产业分别是计算机、通信、网络、生物医药。他们的龙头公司是惠普、思科、朗讯、微软、雅虎和BIOMET，等等，你会发现这些龙头企业没有一个是德国或者日本的公司，它们基本上都来自硅谷，一个美国国土万分之五的狭小区域。大家都知道硅谷，想象当中硅谷可能是金光闪闪的，但是其实并不是这样的，它到处都是沙漠，地理条件并不好。而为什么这个地方可以承载过去30年几乎所有高科技产业的龙头公司呢？我们还可以发现，所有这些龙头公司都是上市公司，而且历史都没有超过30年，也就是说，它们都是在不到30年的时间里，从硅谷的地下车库的小作坊，成为全球高科技产业的巨擘，依靠的是资本市场的牵引。换句话说，美国高科技产业的强大是因为它有一个强大的资本市场，硅谷的成功在于它找到了一个科技和资本对接的机制。

什么是好的资源配置方式

欧洲的转型为什么不行呢？我给大家讲一个我亲身经历的例子，可能对于我们理解欧洲的发展模式有所帮助。有一年去欧洲访问，我发现一个团里十几个人有一个共同的特点，就是大家都要看LV的包，我对LV没有什么研究，也没有什么兴趣。我说这个东西有什么好？他们说，你跟我们一起去看看吧。我就跟他们去了香榭丽舍大街上LV的总店。我们进去一看，里面都是黑头发的，一半是中国人，另外一半是日本人和韩国人。我们一个同事要了一个LV的包看看，我问这个东西多少钱？他说合人民币1万元钱，我说这么贵，售货员用中文和我说，不贵不贵，这个款式北京卖2万。我摸了一下那个包，发现不是皮做的。我们那位同事说，你真是老土，LV 不是皮做的你都不知道。我说要是皮做的，好歹1万元钱也算是买了一块皮。我说这个东西实在不

值得买。但是在法国最后一天，我也去买了一个LV的包，因为我反复观察，发现法国实在没什么东西值得买，所有的东西都没有中国好，还比中国贵，唯一比中国便宜的就是LV。在回国的飞机上我就想，法国将来怎么办呢？它在世界经济体当中的优势就是LV，这个东西中国一仿制它不就废了吗？最近歌星塞恩·迪昂来中国访问，据说下了飞机直奔秀水街，一气儿买了5个LV的包，同行的翻译提醒她，这不是真的。她说没关系。是啊，她背着是不会有人认为是假的，这下好了，法国损失1%的GDP。后来我又想，法国还有红酒，但是最近一看，澳大利亚的红酒火起来了，据说澳大利亚的红酒是偏甜的，法国红酒偏酸，中国人喜欢喝甜的，这下麻烦了，大客户跑了，法国的另一个比较优势又没了。法国还有什么呢？还有一个领带，Hermes，卖得很贵，中国人一复制，这个比较优势也没了。不是说我们鼓励盗版，而是说这些比较优势太脆弱。或者说，中国的某个服装企业上市了，比如报喜鸟之类的，它可以把这个品牌买过来。我们不是有企业买了悍马吗？当然，这是不是一件聪明的事情全社会还在争论。

几个月前，有一天我出差回家看到家里多了一个垃圾筒，我发现这个垃圾筒是LV 的，我就问家人这是哪里买的？家人说在北京小商品城买的，5元钱一个。所以我的确有理由替法国着急，再过一些年，法国在世界经济体系中可能就没有任何比较优势了。150年前法兰西共和国是欧洲最强大的帝国，而在150年后的今天找不到新的产业。我们在法国的时候，中国人民银行的一位老司长跟我说，他30年里来了法国十几次，发现这30年里，法国除了梧桐树高了一点以外，什么变化都没有。

无独有偶，前几年有一次我们到德国访问，5点多到机场，8点多出来吃饭时，却发现饭店都关门了，大家说买点面包凑合一下，明天再出来吃吧，当地人告诉我们，说明天是星期五，营业是违法的。我很奇怪，这样的国家怎么会活得这么好。分析了一下，第一个原因是地大物博人少，不需要那么努力；第二是美国的核保护，不需要大的军费开支。第三个是他们祖上到世界各地抢了很多财富，还够消耗一阵的。5年前我在中央党校讲课时就说过，什么时候欧洲人把从我们圆

明园抢的宝贝拿出来拍卖，就真的不行了。你看现在法国已经开始了。前一段时间，法国的萨科奇说世界金融体系应该重整，谁来重整呢？他的意思是由法国来重整，幸亏没有。

撒切尔夫人是很了不起的，很早以前她就意识到欧洲的问题，她说欧洲在高科技方面落后于美国，并不是因为欧洲科技低下，而是因为欧洲的金融体系落后于美国10年，现在看来远远不止10年。2007年欧盟总部发布的欧盟竞争力报告承认，欧盟在科技研发和创新能力方面落后美国28年。对于一个国家来说，如果金融体系、资本市场不发达，在国际竞争当中很快就会落后，无论有多少宝贝，有多少资源，都没有用。

国家竞争力最重要的一点就是资源配置的方式和效率。什么是比较良好的资源配置方式呢？就是市场化的资源配置方式，从长期来看是比较好的。欧洲的金融体系是以商业银行为主的，不是以资本市场为主的，所以它不能对产业升级提供有效的支持。中国不可能学欧洲，为什么呢？因为我们没有那个条件，我们落后了几百年，我们必须有竞争力。

经济转型的难点和焦点

下一轮经济转型的焦点是什么呢？一个是可再生资源，包括风能，太阳能，生物能，再一个就是干细胞。如果说干细胞能获得比较大的突破的话，我们某一个器官坏了就可以换掉。干细胞成功的话，人类预计的寿命是120岁。这是比较好的事情，但是也可能带来麻烦，因为大部分人只准备了活到80多岁的钱。所以还是要发展资本市场，还是要投资理财。但是即使这两个大家觉得比较有希望的产业也存在着巨大的不确定性，要是想判断具体哪个企业能够胜出，更是像闭着眼睛掷骰子一样，猜对的可能性几乎为零。

中国经济转型能否成功？经济转型和产业升级最大的难点就在于不知道往哪里转，那怎么办？应该把这个选择权更多地交给市场。

我觉得转型的难点是很多人没有认识到。我举两个例子，一个是计算机，我们上大学用计算机的时候，还要交机票，计算机在那个时代还是非常稀罕的东西。那时我们就下了决心中国一定要发展计算机，什么时候我们中国能够制造计算机了，我们就是高科技国家。20年之后的今天，联想并购了IBM,但计算机 成为夕阳产业。今天，我们经常到全国各地调研，发现很多地方在办科技园区，有些地方一门心思在搞软件园区，这让我有些担心，产业的转换是非常快的。可能20年以后，当我们的软件公司终于赶上微软的时候，可能软件也已经是夕阳产业了，事实上微软已经悄悄地开始转型了。产业的预测是非常困难的，怎么办？把选择权交给市场，发展强大的资本市场，让它帮你筛选。

第二个例子也是我的亲身体会。我以前是学物理的，去美国时要学生物，为什么呢？因为那时候我们都看过一本书，托夫勒的《第三次浪潮》，它对21世纪有很多预言，其中的一个预言说21世纪是生物世纪，我去美国留学的时候就义无反顾地转学了生物。但是几年之后，我发现，生物世纪没有来临，什么时候来临呢？没有人知道。1995年，我下决心转行，向我的生物物理学导师辞行。导师跟我说，如果你不走，将来可能会成为一个优秀的生物物理学家。我问他我们的研究离应用有多远，他说，少说一点儿要50年，多说一点儿是100年，我说那算了，我们从小受的教育就是全世界还有2/3的人生活在水深火热之中，所以我要学一些这辈子就能用得上的。他问我，你要去学什么？我说要去学经济学。其实，那个时候我意识到，对一个国家来说，经济体系最重要。后来学了经济，才知道金融是现代经济的核心，才知道资本市场的重要性。

一个国家的经济转型成功与否取决于四个因素，科技人才、创业精神、资本以及前三者的结合机制。科技人才我们有，我们在美国留学过的体会更深，一门考试，只要沾点数理化的边儿，第一名往往就是中国人，如果班里实在没有中国人了，就是印度人。前两年看到一本《自然》杂志，里面有十几篇论文，大概10篇的第一作者是中国人。2007年我随团中央的一个代表团访美，美国国务院派了一个助手

陪同，帮着联系各界人士，协调访问事宜，的确是很辛苦的活儿。有一天，这位年轻的助手在酒店大堂突然放声大哭，原来是心力交瘁崩溃了，我们大家费了好大的力气才把她劝回来。团中央每年跟团的处长事后告诉我，不能全怪行程安排的工作太累，这位助手有她自身的原因，前一次中国代表团来了13个人，去参观一个博物馆，一张门票15美元，这位大姐算了半天，居然没算出来13乘以15一共多少钱，只好去买了13次票。我们听完了以后不禁哑然，这就是一个普通美国人的数学水平。可是这样的一个国家搞成了硅谷，中国人这么聪明，却没有硅谷。为什么？是机制问题。有一个资料说今天美国的科技研发人员中，72% 的人出生在发展中国家，但是有一套吸引人才、能够让人发挥潜能的机制，于是在过去几十年的科技浪潮中一直雄踞世界领先的地位，而这套机制的核心是美国强大的资本市场。这是我们应该好好思考的。

中国人的创业精神

很多人讲，美国有一个硅谷是因为美国人有牛仔精神，或者说是创业精神。创业精神中国人缺吗？一点儿都不缺。有一次我出差坐火车，和车厢里一个陌生人聊天，我说您是做什么工作的，他的回答很经典，他说我做什么工作并不重要，反正我将来要自己干。10个中国人里恨不得有9个是这么想的。还有一个故事，说一个前苏联外交官写了回忆录，其中写到他有一次到中国考察，一看楼下有小贩在挑着扁担卖馄饨，然后这个人就问中国外交部，你们不是已经搞了计划经济了吗？怎么还有资本主义的尾巴呢？中国外交部和他说，中国人天生的，没办法。

北京郊区有一个抗日战争地道战的遗址——焦庄户，我们搞党建活动的时候无意之间在这里发现了一个农家菜广告牌，那么一张小小的广告牌上居然有27家农家菜的广告，这说不定就是全世界竞争最激烈的广告牌。美国人和西方人不太理解中国人的经济发展模式，他到中国一看就全明白了。中国经济的每一个环节，每一个产业都是这样一群人，他们丝毫不惧怕竞争，全心全意拥抱市场经济，这就是中国经济发展生生不竭的动力。

我经常说，美国人可以分为两种人，一种是来过中国的，一种是没有来过中国的。来过中国的对中国都比较友好，他认识到中国人和他们在很多方面是一样的，尤其是对市场经济的认同。当然这张广告牌也显示出了中国经济的问题，就是中国人从来不缺竞争的意识，缺的是竞争的规则，很多都是无序的竞争。这有一点儿像中国人开车，每个人都是赛车手，恨不得开到人行道上去，但是整个一条路堵死了。美国老太太90岁还开车上路，开得慢慢腾腾的，但公路还很通畅。为什么？讲规则。如果中国人的创业精神结合上良好的规则，那么中国的经济还会飞跃一大步。怎样才能加快建立市场经济的规则？资本市场可以帮助我们尽快建立这个规则，因为资本市场是最讲规则的。

地球村时代的博弈格局

我们生活的时代是非常不同的时代，过去30年，世界发生了天翻地覆的变化，今天的地球成了一个真正的地球村。1965年，耶鲁大学商学院的一个老师在课堂上问了大家一个问题，他说你们在座的诸位能不能想出一个方案，在美国的任何两个城市之间，一天之内交换一个包裹。第二天一个年轻人带来了一个非常简单的方案，不到100个字。他说在美国最中间的地方找一个机场，每天早晨从各个不同的城市飞去一架班机，中午交换一下包裹，下午再飞回各自的城市就可以了。老师和全班同学哈哈大笑。但是这个人自己没有放弃，这个人是谁呢？他就是联邦快递的第一任总裁弗雷德·史密斯，10年后，联邦快递成功地在全美做到可以在一天之内任何两个城市间交换一个包裹。30年后的今天，全世界已经有5个快递公司可以在全球范围内做到这一点。从这个意义上来说，世界已经变成了地球村。

物流的发展只是过去30年促使世界一体化进程中5个变化中最小的一个。其他4个分别是电信、互联网、WTO和资本市场。电信行业的高速发展，使得人们的交流成本迅速降低。20世纪90年代初，我去美国留学的时候打电话非常贵。美国的电信公司有一个好处，就是你可以打错，凡是1分钟内的通话都算打错。所以我们那时候给家里打电话都是掐着表，到了50多秒就和父母说，等一会儿再打回来，每个月底

的时候，我们就给AT&T 打电话说我们这1个月打错了15个电话，都是1分钟以内的，每一个那个时代的中国留学生都会这一招。而今天，你可以和在美国的同学朋友打10个小时的电话，然后SKYPE 会感谢你，说谢谢你使用免费SKYPE。互联网的发展，使信息搜索的成本几乎为零。而WTO 的建立，尽管还时常有贸易保护主义的陈渣泛起，但是各国之间的贸易壁垒消除了不少。最为重要的是，资本市场的直接投资的发展使得各国的利益高度相关，但是利益相关并不意味着就没有博弈或竞争关系，相反，在某种意义上，这种博弈和竞争还有加剧的趋势。从企业的角度来看这一点更加明显，一个企业从诞生到达到1 000亿美元的市值，GE 花了100年的时间，微软花了25年的时间，而Google只花了7年的时间。

100多年前，当美国依托资本市场轰轰烈烈地推动重工业化的时候，我们处在太平天国时代，而印度那时候也还是殖民地，但是现在各个国家都醒了，知道不发展资本市场不行了。中国股票市场这几年进步是非常大的，对中国经济和社会的影响巨大。

“财富500强”的赢家

2008年我到荷兰去参加一个国际会议，在酒店大堂等我的同事，看到大堂茶几上摆着《福布斯》杂志，我看到世界500强在过去的评选当中最大的赢家是中国，中国在过去的10年内，在全球500强中的公司从零变成30多个，我看了一下，它们是谁呢？无非就是中国石油、中国电信、工商银行、建设银行、中国银行，等等，全是这两年上市的，如果没有资本市场，这连一点可能性都没有。5年前，世界银行给工商银行的评价是“Technically Bankrupt”，就是说，技术上已经破产，还说破产了不止一次，破产了3次，而今天它是世界上市值最大的银行。当然，市值第一并不意味着就可以一劳永逸，20世纪80年代世界十大商业银行中前几位都是日本的银行，今天一个都找不到，但是我们毕竟跻身于第一梯队，而离开了资本市场是不可能的。资本市场在它出现的不到20年的时间里，深刻地改变了中国经济和社会。以前很少有人知道什么叫CPI，今天街边的老头老太太全都知道，为什么？他们参与了资本市场，因此也是督促上市公司发展的重要力量。

此次金融危机如果要总结一些最重要的经验和教训，那就是虚拟经济的发展不能脱离实体经济的需求。未来资本市场如何支持中国经济的发展？我想，未来相当一段时间内，中国经济将有两个最重要的主题，一个是重工业化及其深化；另一个，就是经济转型，发展创新经济。我们有了大量的钢铁厂，钢铁产量成为世界第一，可是我们的钢材在国际市场上卖的价格还不到的德国的1/6，所以我们需要整合，需要提高附加值，怎么整合呢？要通过资本市场的并购。我们还要大力发展债券市场，债券市场是资本市场另外一个轮子。在19世纪末期，美国的重工业化进程中，钢铁企业的扩张并购依靠发行债券。而我们现在有很多企业在排队，为什么？因为很多时候不敢发，怕跌，如果中国经济中的新生力量不能走向资本市场，这个市场将是没前途的。这个死循环怎么打开？简单地说就是发展市场化定价。同时我们要大力推动创业板与场外交易市场的发展。所以5件事情：并购、债券市场、发行体制改革、创业板和场外交易市场。最是创新产品，比如Reits、股指期货等金融工具还是要循序渐进地推动。

大国崛起靠什么

前几年央视搞过一个片子《大国崛起》，很成功，大家也看了。当时他们杀青的时候曾经请我审片，我说这个东西很好，它顺应了当时的民族情绪，但是美中不足的是它没有讲出什么规律。大国崛起不是轮流坐庄，不是说他们哥儿几个都崛起过了，马上轮到咱们中国了。大国崛起是有一定规律的，什么规律呢？其实也很简单，就是哪个国家，哪个民族，谁掌握了当时最先进的文化，谁就崛起了。16世纪，西班牙、葡萄牙掌握了航海文化，或者说是海盗文化，船坚炮利，到处抢劫，就迅速崛起了。17世纪的荷兰掌握了当时最先进的商业文化，阿姆斯特丹成为了欧洲最繁华的市场，荷兰随即成为了欧洲最强大的国家。18世纪，英国率先进入工业革命，成为日不落帝国；19～20世纪的美国依靠了华尔街，实现了社会资源的优化配置，一举超越了欧洲列强。21世纪的今天，资本市场仍然是最重要最先进的经济文化，崛起中的中国必须要掌握它，占领大国博弈的制高点。

事实上，过去的十几年中，中国已经成为了新的全球资本洼地，全球的资本在迅速地涌向中国，但是历史告诉我们，光有资本是不够

的。350年前的荷兰是欧洲的资本洼地，但是因为没有一个有效的资本市场的承接，消化不了这些资本，结果是资产价格大幅上涨，最后以郁金香泡沫的破裂而告终，350年后的今天，荷兰已经再也没有崛起的机遇了。

未来10年世界将会怎么样

未来10年世界将会怎么样？刚刚说到的2007年证监会出版的《中国资本市场发展报告》，这是中国资本市场的第一本白皮书，在证监会的官方网站上可以全文下载了。我想未来的10年会发生很大的变化，10年之后世界将会变得完全不一样。

10年之后的世界将会怎么样？我们预测大的趋势往往可以从身边的小事看出来。最近我遇到的两件事情，或许有助于我们了解世界发展的趋势。第一件事是最近我们证监会到华尔街招人。我去纽约参加了一个华尔街中国人的论坛，我介绍了资本市场的发展情况，15分钟讲完了，在场200多人，100多人上来递简历。10年以前，我离开华尔街回到中国的时候，很多人觉得不可思议，说我这个人脑子进水了，你都已经做了风险投资的合伙人，你还要回国，你真的脑子是出问题了。而今天在华尔街的中国人都意识到，他们此生的职业生涯已经离不开中国的资本市场了，即使留在美国，最大的可能也是成为中国证券公司的美国首席代表。第二件事情，一个日本的证券公司，看到《中国资本市场发展报告》之后，就主动把它翻译成了日文版。日本人把这个日文版弄出来之后，说要开一个投资者的会议，请我去讲讲这报告的内容，我说去趟日本挺费劲的，有人听我的吗？他们说这绝对不会，他说所有的机构投资者都踊跃报了名。我说怎么会呢？那个时候是2008年年底，中国的股市仅1 700点，日本人为什么这么积极呢？他说日本人想来想去弄明白了，美国现在是不敢去了，出了这么大的事，还不知道哪天能整清楚；俄罗斯是不敢去的，普京一会儿是总统，一会儿是总理，据说过两天又要做总统，政治体制风险很大，非洲、阿拉伯也不敢去，动不动就把你绑架了；日本呢？过去10年共同基金缩水了95%——过去的10年如果说你是日本的巴菲特，恭喜

你，回报了-85%，战胜市场10%。所以他们在全世界看了一圈，看来看去，想来想去，只有中国，还是中国。

巴菲特最近说过，未来10年最好的市场在中国。现在华尔街有的中国人在犹豫要不要回国，回去以后是去基金公司呢，还是证券公司，还是去证监会。我说你现在重要的问题不是回去干什么，而是回去。即便说你现在的工作不要了，辞职回去，你回去以后找工作也不顺利，没找到，你就卖冰棍，你卖冰棍都可以卖成世界上最大的冰棍连锁店。只有在中国这个国家，只有在这个历史阶段，你才有可能做成这样的事情。

中国奇迹的内核是什么

从1979～2009年，中国经济在长达30年的时间内，实现了平均10%的增长率，创造了西方国家称作的“中国奇迹”。按照克鲁格曼的说法，在人类历史上，还从来没有过如此多的人，在如此短暂的时间里，生活水平得到过如此巨大的提高。

“中国奇迹”的本质和内核是什么？是中国在过去的30多年里持续地推动了经济的市场化改革。我个人体会最深的事情是小时候在江苏老家长大，9岁到北京上学，写作文的时候总是要说我生长在中国的“鱼米之乡”，但是这“鱼米之乡”给我记忆最为深刻的事情就是吃不到鱼。每年年终的时候，生产队分鱼是村里的一件大事。生产队把河里的鱼全部都捞起来，全村人抓阄分鱼，一人一条，分到了拿回家一煮，吃完了没了，再等一年。2000年的时候，我从美国回国工作，偶尔回到清华校园去查资料，到学生食堂吃饭，一看，每一个学生的餐桌上都有鱼。这二三十年中国发生了什么变化，有了这么多的鱼？水没有增加，很多地方水还被污染了，河流没有增加，很多地方都填了盖房子了。唯一的变化是中国从计划体制走向了市场体制。水少了，河少了，没关系，老百姓挖个池塘，挑灯夜战，积极性调动起来了。

最近有一次坐飞机，看到飞机上一本杂志，上面讲到一位刚刚去世的国际摄影大师，他的一件著名的摄影作品是“一个国家的一瞬间”，拍的是1957年的中国的一瞬间，是一个中国人在街上飞奔，他去干什么呢？他去拿手抓一只苍蝇。为什么呢？因为毛主席发动大家消灭“四害”。那个时候“四害”中还包括麻雀，为什么要包括麻雀呢？因为麻雀吃粮食。那时候，全国人民齐心协力，天天敲锣打鼓，最后搞得麻雀累得飞不动了，全部都从天上掉下来了。但是麻雀全部消灭完了之后，人们发现害虫出来了，吃掉的粮食更多。

经济决策比起麻雀和害虫的关系更加复杂，更容易顾此失彼。2008年有一本书叫做《变局》，回忆了1957年前后，中国为什么要大炼钢铁。那个时候帝国主义反华大合唱，毛主席殚精竭虑，天天担忧这样的形势，于是要发动大家，大炼钢铁。全国到处都是小高炉，成千上万的人们甚至把家里的锁、钥匙都熔化了去炼钢炼铁，炼出来的大部分是废铜烂铁。即使炼出来的，也运不出来，为什么？没路。于是又要派很多人去修路。没有人去种粮食了，加上三年自然灾害，全国发生大规模饥荒，饿死了很多人。今天的中国，已经成为世界第一钢铁大国，钢铁产量可能是那个时候的1万倍都不止，但是中国却没有人饿死。为什么？因为我们把经济决策的权力，资源配置的权力，从一个聪明伟大的人手里，交到了成千上万的人手里。我们发展了市场经济。

2008年有一次去井冈山开会，早上醒来打开窗帘，发现对面的路牌上写着“茨坪”，觉得有一点时空错乱的感觉。为什么？自己住在五星级的酒店里，对面是“朱德的扁担”里所描述的羊肠小道。意识到井冈山终于发展起来了，都有了五星级的酒店了。新中国成立以后，也一直想发展老区经济，计划经济时代，也给了不少财政和政策的支持，老区却仍然是一穷二白，但是改革开放以来，井冈山真正发展了起来，为什么呢？因为在市场经济条件下，任何人、任何地方只要有一点比较优势，就可以交换，可以发展起来。那么，井冈山有什么比较优势呢？精神财富。我们突然发现，党校要修在这里；突然发现，成千上万的人来红色旅游了；突然发现，摩托罗拉也到这里来培训员

工了，为什么？它也要培养员工艰苦奋斗的精神。因为我们发展了市场经济，井冈山终于富起来了了，而且将是可持续发展的。

金融市场的发展与此本质上是一样的。我2000年回国后，全程参与和见证了中国基金业的发展过程。2000～2006年，中国基金业6年之间从500亿元增长到3万亿元，规模增长了60倍。这种爆炸式的发展背后的动因是什么？是基金业的市场化改革，从一个高度封闭和不透明的审批体制走向了相对透明，结果行业的所有人的积极性调动起来了，不管市场是牛市还是熊市，大家都有巨大的动力去跑客户，卖基金，就带来了爆炸式的增长。2000年前后，我们到外地出差，别人问我们在哪里工作，我说证监会基金部，那人说，你们证监会怎么连食品也管啊？他居然以为基金是调料“鸡精”呢。今天已经几乎不再会发生类似的笑话了，因为今天基金已经几乎无人不知、无人不晓了。我们相信资本市场正在进行的其他市场化改革措施会带来中国资本市场的新发展。

中国模式能否延续

有人说，我们才进入21世纪不到10年，就出现了这么大的危机，这个世纪似乎是流年不利。其实无独有偶，20世纪初也出现了一次重大危机，就是1914年的“一战”，“一战”结束后危机并没有结束，《凡尔赛公约》的签订带来了德国巨大的债务并使德国经济陷入困境，世界经济也陷入萧条，随后发生了“二战”，整个危机持续了二三十年。在那场危机中，有一个国家抓住了机遇，做了很多制度的建设和变革，这就是美国。美国在1929年股灾及随后发生的大萧条之中，修正了过去放任自由发展模式，建立了真正意义上的现代金融体系，在那场危机最终过去的时候，美国以非常强悍的姿态出现在世界面前，战后也有了60年的繁荣。这次危机我们没有受到太大的冲击，如果我们能够在这场危机中加快制度建设，推进经济和金融制度的改革，那么，等这场危机真正过去时，中国经济将会以更加健康和强大的姿态出现在世界上。

最近凤凰卫视在播一个节目，主题是南斯拉夫大使馆事件10周年。我记得1999年这个事件发生的时候，我们在纽约的中国人都非常

气愤，同在华尔街工作的一些朋友来找我，说咱们出去游行吧，我脱口而出：与其游行还不如回国参军呢。后来这些朋友陆陆续续地都回国工作了，他们都相信关键还是要把我们自己的国家建设强大。那个时候世界舆论是“中国崩溃论”，很快就变成了“中国威胁论”，这让人想起一句老话：黎明前的黑暗是最深的。

1984年邓小平说了一段话。他实际上是给中国做了一个规划。他说我们的目标是到20世纪末人均GDP达到800美元，当时大家都觉得这是不可能的，结果到2000年我们的人均GDP 达到了1 000美元，我们创造了一个“中国奇迹”。小平同志接着说，更重要的是，在这样的一个基础上，再发展30～50年，我们就可以接近发达国家的水平。也就是说，我们前30年走得很好，但我们今天遇到了很多困境，我们还遇到了危机，中国奇迹能不能延续？怎么办？我们需要产业升级，我们需要经济转型，而要做到这些，我们需要一个强大的资本市场，创造有效的要素交换市场，让它支持中国经济再发展30～50年，那么中国的崛起将成为必然。

金融危机挑战既有模式

这个世界发生的变化，其中最大的是金融界发生的巨大变化。图2是美国证券业从业人数。我们发现从“9·11”事件之后，从业人数开始降低，从2003年又开始增长，到2007年达到一个峰值之后，现在又继续缩水。但是缩水的程度还远远不够，与世界所真正发生的变化相比是完全不足的。将会是一个多年的下滑趋势，所以最终这个数字会变得很低。

图2美国证券业从业人数图

压力测验与充分信息

前段时间，美联储对美国的16个大银行进行了压力测验，这个测验基本有两个目的。在美联储、政府对银行资产进行审定之前，市场在作预期，而市场作预期时很多信息是没有的，有很多投机的行为。这就是为什么2009年第一季度，美国的银行股票都跌得非常厉害，甚至整个市场都对金融系统失去了信心，认为国家要把金融系统国有化才能解决问题。美联储做压力测验的原因之一，就是不要让市场在没有信息的情况下对这些银行股进行评价，政府将用统一的相对比较公平的标准来衡量各个银行。这样做的目的，最终是要使市场恢复信心。从这种意义上来讲，这个压力测验达到了预期的效果，确实是把市场在没有信息情况下投机的行为解除了。这件事处理后，我们看到金融股有一个很强的反弹。

在２0世纪经济大萧条时期，有一个类似的行为，当时市场对银行没有任何信心，罗斯福就任总统之后，第一个行动就是让所有银行都关门一个星期。在这一星期之内，政府派人检查银行的账本。一星期之后能开门的银行基本都是好银行，不好的银行全关掉了。奥巴马的措施和罗斯福当时的措施本质是一样的，就是通过政府的行为，对金融系统进行一个统一的测试，在充分信息的情况下，最后判断谁胜谁负。市场自然把投机的这种投资行为解除。可是无论怎样做，它仍然解决不了金融界一个基本的问题。

金融要回归社会经济润滑剂的原有功能

那么金融界的一个基本的问题是什么呢？2006年，金融和准金融这个行业对于整个美国经济的贡献在GDP中达到17%，在标准普尔500指数全部盈利的百分比中，占到将近1/3。我们都知道，金融是社会经济的润滑剂。可是到2006～2007年却不是这样了，它成了盈利最大的一部分。这种状况是不能持续的。随着时间的发展，金融服务业在GDP中的贡献要回到润滑剂的功能上。所以从这里可以看到，证券业、金融业人员的比重还会大幅下滑。

金融服务业应该有新的模式

金融服务业应该有新的模式。例如，在美国，一个普通的家庭贷款买房，基本上把自己所有的收入全付了出去，因为房价比较贵，他将借很多钱买房，等到退休的时候，基本就只剩下房子了，没有其他的收入，也没有存款。所以在这种情况下，金融服务业实际上处在资本寻租的状态。它制造了大量的金融产品，向社会发放，达到最大的利益。金融业盈利非常大。为什么美国前一段储蓄率是零？美国在金融资产寻租的过程当中，已经达到了难以再攀升的高度，让美国老百姓把钱花尽。从某种意义上来讲，这就像开汽车时在后视镜里可以看到后边是什么样儿。金融资产寻租已达到了不能再高的水准，这场危机实际上是反弹。所以下一步金融业的商业模式，是从原来的以制造金融资产来盈利，反弹回到传统的模式。在这种模式下，金融业的从业人员也将继续减少。

新兴职业将被推出

美国的金融危机对全世界经济都有很大影响，各个国家还有G20都在讨论今后怎么对金融体系进行监管。现在还处在处理危机的后续阶段，将陆续出台很多金融监管市场条例，无论世界性的还是美国本身，都会有很多规则出台。例如对冲基金在这次危机中的作用，怎么对它们进行监管；银行之间的系统风险监管，以此看来，将会有新兴职业、阳光职业推出，我猜想今后各个国家都会推出的就是金融系统风险的监管人员。

尽管大家已经开始讨论金融系统风险了，但讨论的还不是很多。金融系统风险的监管包括哪些方面？应该从几个层面监管？我觉得，可以从以下四个方面来考虑。

第一就是大家经常听到的太大难以拯救（too big to fall），银行太大，起重量级作用，社会经济政治都离不开银行，不能让它倒台。如前一段花旗、美洲银行那种状况。监管人员将考虑，不能让一个银行的资产数目在国家GDP中占的比重太大。现在美国的大银行中，每个银行的资产都能达到2万亿美元，GDP也不过是13万亿~14万亿美元，比重确实太大，各个国家金融系统风险中这是一个很重要的方面。

第二个大家谈论比较多的是金融机构的多米诺骨牌效应，一个倒了大家全倒了，因为这里面有很多衍生品的交易，衍生品很多是柜台上的衍生品，没有中央结算的机制。每个银行是彼此之间互联的交易。在这种情况下，例如像美国最大的保险公司AIG，一倒塌就会把整个金融系统全部拖垮。这也是金融系统风险监管人员需要重点关注的，不能允许银行之间彼此这么紧密地联系，它们之间的交易能够达到把整个公司搞垮的程度。美国政府也出台了一些措施，比如鼓励衍生品逐渐变成交易所式的交易，或者类似交易所的交易，有中央的结算机构使得它成为交易对手。

另外，分业经营至少在美国还会讨论得更多一些，因为在很多其他国家，我们都是实行分业经营的，在1999年之前，美国也是分业经营的，后来新的法律鼓励了混业经营。这样就使得大家做同样的事，一个机构倒闭，会带动许多机构都倒闭。这也是金融系统风险监管人员所要关注的。

美国的救市政策会失灵吗

“你不能教老狗新的花招”

我们学过英语的都知道“你不能教老狗新的花招”（“You can□t teach old dog new tricks□”）翻译过来好像是很负面的意思，其实这句

话不是负面的意思。2009年年初，奥巴马政府推出7 870亿美元的救市措施。大家看到，不成比例的是免税和帮助地方政府等救市，这些数目非常庞大。救市就是搞基础建设，投资新能源，提高美国的教育水准，为社会提供医疗服务。实际上采用的救市方式还是在往老百姓的腰包里塞钱，刺激美国的消费理念。美国政府离不开它的经济发展模式，70%的GDP作为消费，无论怎么做，还是回到了刺激消费上。可实际这种以信贷刺激消费的模式已经走到了尽头，无论是储蓄率，还是金融资产的制造，都已走到了极点，想再走回原来的模式是比较可笑的。

心理学中分析一个人有时候遇到逆境了，总是要经过不同的阶段。第一个阶段就是否认，认为我没这些事儿，不承认有问题；第二个阶段就是承认有事儿，但还是要想办法怎么能够讨价还价。美国政府就是到了第二阶段，处于讨价还价阶段，还想多花一点钱再回到以前那种发展模式，实际上已经不可能了。

数量宽松型货币政策

美联储采取了很多救市措施，基础货币有很大的膨胀。在危机前大概有8 000亿美元左右的基础货币，从美联储的资产负债中可以发现，它的总资产从危机前的8 000亿美元到了2□2万美元，实际上已经印了1□4万亿美元货币。

当美国金融危机发生，在整个金融系统将要破灭的状况下，政府当然要出来拯救，在这个过程当中，政府唯一能起的作用只不过使下降不至于是垂直上下的一种坐电梯式的下降方式，而是一种滑梯式的下降。可是从美联储发布的消息来看，它总是希望自己的银行重新回到贷款，中央银行总是说，等危机过后，货币政策的通道经过商业银行打通之后，我们就能够变好。这是比较好笑的，为什么呢？因为美

国危机的发生是负杠杆化效应的结果。在这种情况下，对信贷的需求只能是越来越少，不可能对信贷有更高的要求。所以总体上来讲信贷是减少的。美国仍想促使信贷的产生，我觉得最终是达不到目的。因为整体上，信贷从资产方来讲会越来越减小。这么做的结果可能很危险。

美联储总是滞后于市场，犯了很多错误。它现在有把美国经济推回到2007年的想法，这显然是荒谬的。这样做的结果，必然会造成以后更大的错误。

能否信任美联储?

当然这是有争论的。你要是问美联储的人，他肯定说没有问题，虽然作为中央银行，在必要的时候，有能力收缩银根。理论上是这样，可实际操作的难度非常大。这场危机从来没有人亲自经历过，社会、金融结构方面这么复杂，中央银行在这么庞大的系统下，能把钢丝绳走得非常巧妙，可能性比较小。

当然市场上还有一些猜测。2009年3月的时候，美联储和奥巴马政府的一些高级官员同台讨论一些事，参加会议的包括奥巴马的最重要的一个参谋，这个人是原来美联储主席，叫Paul Volcker，他被称为是20世纪80年代初解决美国通胀问题的屠龙手。在这个研讨会上，Paul Volcker 和美联储两位高级官员有着非常激烈的争论。因为以前美联储作为中央银行，是独立于政府的机构，政府一般来讲是不愿意公开跟他有什么争议，奥巴马还是非常信任这个有经验的人。所以，如果今后中央银行没有把事情做好，出现通胀的时候，奥巴马还有一把利剑，他可以把Paul Volcker 拉出来，使得市场恢复信心。

风暴中的飞机

对美国的救市我有什么印象呢？我想作个比喻。

有一次，我滑雪后坐飞机回到新泽西，当时新泽西机场下着非常大的雪，飞机不好降落，在机场转了好几圈，震荡非常厉害，挺可怕的。因为我们坐飞机遇见这种事儿不多，心里觉得挺不舒服。可是我感到害怕的是空中小姐看起来也有点儿紧张。可是我还是相信驾驶员是有经验的，他能够把飞机降下来。当我看到空中小姐比较紧张时，我就想，我要是能看到驾驶员在干什么，心里就有数了。可是驾驶室的门是关着的，谁也看不到。

所以我想，现在美国经济也像这个飞机一样，可是大家都相信，奥巴马政府还有伯南克是很好的驾驶员，能够把飞机降下来。但这次经济危机可以说是史无前例的，大家都很紧张。显然奥巴马、伯南克这些人对于测量经济没有很好的准确度，没有航空指南，大家又没有经验，所以还是处在比较危险的状态。

金融市场的表现不尽如人意

投资者用脚投票:逃跑

我们可以看看美元指数在最近一段时间的表现，当指数往上走的时候，美元比较坚挺，下来的时候美元较疲软。这也是市场预期到的，在危机的时候，美元还是起到中坚的作用，而且越遇到危机越坚挺。可是为什么在危机峰值过去之后，美元就开始贬值呢？这应该从美国经济发生了什么事情，从政府做了什么事情来看。

这是市场对他们的判断，市场对他们没有信心。印了这么多钞票，以后怎么办？以前靠信贷刺激消费发展的模式，现在已经完全破灭了，怎么进一步发展？最近政府救市，又印了这么多美元。投资者已经开始用脚投票，就是想逃离。

财政危机与美元危机

如果美国发生美元危机，会在什么情况下会发生呢？

我个人觉得，如果发生美元危机，导火索将是财政危机。大家都记得十几年前，墨西哥发生财政危机导致墨西哥比索危机。我觉得这次和那次非常类似，为什么呢？实际上，当时墨西哥的财政发生了很多问题，其中很大的一个问题就是它有很多短期的债券。当市场失去信心没有提供短期贷款的时候，就周转不过来了。

目前美国政府的财政赤字情况非常严重。大家可能看到，昨天标准普尔５00对英国的财政进行分析，说它的负债估计会达到GDP的100%，这种情况就比较危险。甚至有可能将来把英镑负债从3A 级降下来。美国也有同样的问题，它的负债情况实际远比债券要差得多。它的对冲基金、养老金和社会医药的补贴数字都非常庞大。所以这种危机以后发生的可能性非常大。尤其是现在，为了刺激经济又贷了很多短期贷款。为什么贷短期贷款呢？因为中央银行控制短期利息，基本没有太大的利息支出，它就可以借很多款项，然后进行刺激，这就比较危险。所以我认为如果有一天发生美元危机，就是财政危机造成的。

大家可以看到，加州的财政问题现在越来越厉害。实际上，美国政府的财政情况和加州差不多。唯一的区别是美国政府有自己的中央

银行，可以印美元。加州的问题是没有自己的中央银行，没有自己的货币。如果它有“加州美元”就没问题了。

企稳投资策略基本完成

从投资的角度来看，前一段时间因为市场在反弹，大家看到反弹最强的还是金融股，这实际上是投资者的企稳投资策略得到了实现。

我认为企稳投资反弹已经基本走完了。第一波，股市首先反弹；第二波是信贷。大家看到外汇、美元在跌，其他的货币在涨。实际上已经有两轮了，第一轮是美元对亚洲新兴国家货币的贬值；第二波就是最近对欧元、日元等比较传统的货币的贬值。从外汇来讲，企稳投资也都差不多了，还有大宗商品有可能反弹。

是不是还能够再往上走一点呢？也有可能，但幅度不会很大。因为从标准普尔指数来讲，到目前的位置，它的估价水准已经达到或接近历史平均水平，不像原来投资者有低价购入的想法。

要想使股市继续上升，必须有很多条件。其中一个条件就是经济企稳，甚至往上回升的迹象比想象得要好，还有一个条件就是政府继续出台比较好的政策。当危机的峰值过去之后，政府开始考虑其他的问题。最近出台的很多措施，实际上都是对美国本地股票不太好的。比如说对医药加强控制，对煤炭要加税，实际上都是对煤炭、钢铁、发电不好的策略。基于这种情况，我认为企稳投资这个游戏已经基本完成了。

流动性起死回生的迹象?

我提到企稳投资这个游戏在石油里也有，石油的回升从低点的30多美元到60多美元。

2009年世界经济成长确实很成问题，有可能全球的GDP增长都是负值。在这种情况下，世界对石油的需求实际上比以前低很多，据专家的估计，每天要低260万桶。这是一个比较大的数字。

2008年很多财务投资者炒作石油，他们在价钱低的时候收购了很多石油。石油库存在近几年中，已经处在一个比较高的位置。第一，世界石油需求确实比原来降低了很多；第二，库存非常高；第三，APEC最近增加了开采量。因为现在世界经济下滑影响了各个国家，APEC国家也需要钱，也想卖点儿石油，而且APEC国家达成的国家开采量的协议，各个国家有时候也都不能严格遵守。所以实际上开采量的下降比原来想象得要少，最近以来还增加了开采量。同时，以前APEC希望石油价格能保持在75美元左右。可是由于世界经济不景气，后来APEC愿意接受石油价格在50美元左右。在基本面不太好的情况下，石油的价格出现接近于2倍的反弹。

有一些报纸说财务投资者又出现了。2008年石油价格达到140多美元，其中很大的原因就是财务投资者在炒作。可是大家又说，金融危机中许多对冲基金受到很多损失，这种炒作行为是不是没有了。现在看来，大家不能假设在今后的市场上就没有这种炒作行为了。这种行为是存在的。对冲基金在2008年达到顶峰的时候有将近2万亿的规模，到现在是1万亿多一点。从数目上看，对冲基金确实是损失惨重。可是再仔细分析，减的是不一样的。靠金融资产寻租来赚钱的对冲基金确实缩小了很多，可能不只一半，甚至减少了75%。可是在流动性比较强的市场上的对冲基金并没有减少太多。所以流动性还是存在的，这对于我们以后的投资，提供了一个线索。

寻找新的投资产品和市场

近来国际上的投资者在世界上都在做什么样的投资？这可以从几个方面来谈。这几种投资方式和我前面讲到的世界投资的前景、现在的财政状况以及经济发展模式，都是统一的。

投资资源，跑赢纸币

第一个投资方向是大家经常看到的，就是投资资源，因为可以防止将来的通货膨胀给财富造成损失。如果现在去问经济学家，现在通胀危险吗？几乎所有经济学家都会讲现在不是问题。通缩是大家比较关心的问题。这就是为什么从美国、日本、英国到欧洲，都在实行数量型的宽松政策。所以现在的问题不是通胀而是通缩。

这个世界确实发生了变化，新的世界还没有产生。在新的世界产生的过程中，从投资者的角度来讲，如果我们能够看到新的世界的特征，那么对于我们的投资就是很好的一件事了。重要的问题是，我们已经看到发达国家的成长模式出现了问题，为了刺激经济，政府动用了这么多资源，将来的问题会更大。所以在这种情况下，我肯定也是愿意投资到资源。

还有一个假设，将来的世界是以中国为主的新兴国家继续发展。虽然现在有一些问题，可是成长模型是没有问题的，只是在这次危机中受到了冲击，现在停滞或者减速了一些。可是它毕竟有自己内在的动力，所以在这种情况下，资源还是很好的投资方向。这也是为什么各个国家的股票中，能源、矿产类的股票表现都非常好。而且我认为这个游戏还没有完，这是在今后若干年进行的一个大游戏，尤其等通胀真正出现的时候，这个游戏就结束了。因为能源投资风险很小，新兴市场的发展必然会有这方面需求，同时又能够保证将来出现通货膨

胀的时候，投资能够保值。所以对投资者来说，这都是最明智的投资方式。

发达国家寻求新的成长模式

第二个是在发达国家的国际资本，他们看好什么呢？大家也都很明确，发达国家的成长模型出现了问题，估计已不会有太大的成长。虽然缺乏成长，但是这个社会还是会发生变化。国际投资者还是会投资市场能力比较强的公司、企业，他们在整体没成长的情况下，能保证自己的地位：财务比较充足、杠杆率比较低，有定价优势、市场优势。刚才大家看了标准普尔500最近的表现，那个投资阶段和今后的投资阶段是不一样的。那个投资阶段是一个企稳抄底的投资方式。

第三个，也是永久性的，就是大家总是在寻找新的产品和新的市场。在发达国家还有一个投资方式，在金融界，有一种小鱼吃大鱼的投资方式。在美国这个地方，在今后一段时间内，存在金融系统风险的过程当中，政府会限制有系统风险的公司的发展。在这种情况下，很多质量非常好的地区性银行，很多中小银行在比较有能力的领导人的领导下，能够坚定成长，最终成为一个很重要的银行。我想现在这个游戏也已经开始了。现在压力测验结束之后，我想在今后5年之内，这个游戏都还会进行。所以并不只是投资到大家共同认为的科技、能源、生物制药等方面，其他也还是有很多投资机会的。

关注：流动性的漏出

我想讲一下我认为将来会影响世界经济发展的重要事情。我们对日本在2001~2006年实行数量型宽松货币政策的历史进行分析，发现

这些货币最终有一些会遗漏到其他国家。不同的人计算的数目不一样，从15%~20%，这是非常有意思的一件事。因为现在不光是日本在做，美国、欧洲等世界重量级的经济体都在做。毫无疑问，会有大量的流动性寻求增长，流动到高增长国家，增长模型没有发生太大问题的国家，包括中国和亚洲其他国家。所以对于国家政策的制定者，如何疏导、利用这些流动性，成为非常重要的一件事。但是如何防止下一轮的泡沫起来，我想在今后的若干年中越来越重要。实际上从数据上看，像中国香港、巴西已经开始了。这确实是今后若干年的一件大事。

谁能够继续拉动世界增长

刺激消费是非常困难的事情。这个世界的发展模式确实出现了问题。谁能够再拉动这个世界？现在唯一的可能性是新兴的亚洲国家的消费。这能不能实现，不同人有不同的看法，也取决于政策和策略。我是这样看：如果这是世界上唯一的可能，就肯定会发生。如果不发生，也总是在尝试，用不同的办法来刺激。所以我是比较有信心的。

我的看法也比较简单，中国改革开放30多年来，有很多具体的政策、措施，使我们发展成今天这个水平。当然也走过一些弯路，可是大部分都是正确的。如果从更宏观的角度看这个问题，就没这么复杂。

要是从一个历史的跨度，大的层面来看，中国的经济在世界的比重，本来就应该是挺高的。因为我们是个大国，文化程度很高，本来就应该在世界GDP中占比较大的比重。只不过因为历史的原因，使我们处在一种非常不利的状态，现在只不过是均值回归的一个大势。当然这不会是一个自动的过程，我们的政府有很多策略，还有中国人民

的勤劳。只要我们开放地学习别人，前景就会非常乐观，所以我还是比较有信心的。

我们能不能接过消费这个接力棒？能把消费这个接力棒接过来，一是刺激中国的发展；另一个世界上最大的一个拉动力，就是亚洲的消费。、